

# **Sommaire**

## **Introduction générale**

### **Chapitre I : La relation propriétaires / dirigeants : fondements théoriques**

Section 1 : La question de l'existence de la firme : la théorie des coûts de transaction et la théorie des droits de propriété.

Section 2 : la théorie d'agence et la théorie des jeux.

Section 3 : l'asymétrie d'information et enracinement des dirigeants.

### **Chapitre II : Gouvernance des entreprises : cadre conceptuel**

Section 1 : Gouvernance et principes de gouvernance.

Section 2 : le conflit d'intérêt et types de gouvernance.

Section 3 : Les mécanismes de gouvernance.

### **Chapitre III : Revue de la littérature empirique**

Section 1 : Etudes antérieures sur l'effet des déterminants de la gouvernance sur la performance des entreprises.

Section 2 : Etudes antérieures sur l'effet du fonctionnement du conseil d'administration sur la performance des entreprises.

### **Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse**

Section 1 : La gouvernance des entreprises algériennes.

Section 2 : Etude empirique avec recours aux méthodes des données de panel.

Section 3 : Résultats et discussion.

## **Conclusion générale**

## **Bibliographie**

## **Annexes**

# Liste des tableaux

## Liste des tableaux

N° tableau	Titre du tableau	Page
1-1	Caractéristiques des actifs	13
1-2	Types et formes de transaction	15
1-3	L'arbitrage des agents économiques.	26
1-4	Le dilemme du prisonnier.	32
1-5	Synthèse des apports théoriques.	50
1-6	Comparaison des éléments d'études des trois approches	50
2-1	Catégorie de pouvoir du dirigeant	65
2-2	Attentes spécifique des différentes parties prenantes explicites	74
2-3	Exemple des conflits cognitifs et contractuels entre partenaires de l'organisation.	79
2-4	Synthèse des différentes grilles théoriques	81
2-5	Typologie des mécanismes de gouvernement des entreprises.	83
2-6	La typologie des conseils d'administration	94
3-1	Caractéristiques principales des études sur la relation entre la taille du conseil et la performance	125
4-1	Missions du conseil d'administration liée au contrôle et au pilotage de l'entreprise et principes de gouvernance	146
4-2	Définitions et mesures des variables	157
4-3	Statistiques descriptives des variables de la performance	158
4-4	Statistiques descriptives des variables explicatives	158
4-5	Corrélation des variables (ROE)	160
4-6	Corrélation des variables (ROA)	160
4-7	Corrélation des variables (MTB)	161
4-8	Résultats des tests de stationnarité	177
4-9	Test de cointegration de Pedroni	178

4-10	Test d'Hausman	178
4-11	Résultats de l'estimation (ROE)	181
4-12	Résultats de l'estimation (ROA)	182
4-13	Résultats de l'estimation (MTB)	183

# Liste des figures

## Liste des figures

<b>N° figure</b>	<b>Titre de la figure</b>	<b>Page</b>
1-1	Représentation de la firme contractuelle	20
2-1	Les principes de gouvernement d'entreprise selon l'OCDE	60
2-2	Création de valeur et type de gouvernance	76
4-1	Construction des tests	163

# Liste des annexes

Rapport-Gratuit.com

## Liste des annexes

<b>N° annexe</b>	<b>Titre de l'annexe</b>	<b>Page</b>
A-1	Résultats du test cointegration de Pedroni (ROE)	207
A-2	Résultats du test cointegration de Pedroni (ROA)	208
A-3	Résultats du test cointegration de Pedroni (MTB)	209
A-4	La méthode des moindres carrés ordinaires (ROE)	210
A-5	La méthode des moindres carrés ordinaires (ROA)	211
A-6	La méthode des moindres carrés ordinaires (MTB)	212
A-7	Le modèle à effets fixes (ROE)	213
A-8	Le modèle à effets fixes (ROA)	214
A-9	Le modèle à effets fixes (MTB)	215
A-10	Le modèle à effets aléatoires (ROE)	216
A-11	Le modèle à effets aléatoires (ROA)	217
A-12	Le modèle à effets aléatoires (MTB)	218
A-13	Les résultats du test de HAUSMAN (ROE)	219
A-14	Les résultats du test de Hausman (ROA)	220
A-15	Les résultats du test de HAUSMAN (MTB)	221



# Liste des abréviations

## Liste des abréviations

COSOB	Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse
SPA	La société par action
SGP	Société de gestion de participation
PDG	Président directeur générale
MCO	Méthode des moindres carrées ordinaires
MTB	Market to Book ratio
ROA	Return On Asset
ROE	Return on Equity
PME	Petite et moyenne entreprise
OPA	Offre publique d'achat
COB	La commission des opérations en bourse
NRE	La loi des nouvelles régulations économiques
OCDE	Organisation de coopération et de développement économique

# Introduction générale

# Introduction générale

---

## Introduction générale :

Jusqu'à la fin du XX<sup>e</sup> siècle. La théorie économique a été dominée par la théorie néoclassique associée à la microéconomie traditionnelle. La firme est appréhendée uniquement en terme technologique, maximisation du profit et concurrence pure et parfaite. La firme est une fonction de production.

Les entreprises dans la théorie néoclassique sont des agents sur les marchés, au même titre que les consommateurs. Elles sont des « boîtes noires » dont le contenu n'intéresse pas les économistes. La théorie économique néoclassique est fondée sur deux hypothèses :

- L'agent économique est un individu qui cherche son intérêt, il est égoïste et rationnel dans son comportement. Il cherche à maximiser son bien-être.

- La coordination entre les actions est réalisée par les marchés concurrentiels à travers des prix.

La théorie néoclassique donne peu de place à l'entreprise, la forme dominante d'entreprise dans l'industrie est l'entreprise entrepreneuriale, caractérisée par le fait qu'une seule personne fonde l'entreprise. Or le développement des moyens de financement (crédit bancaire, marché financier), et la libéralisation des marchés financiers rend plus difficile au propriétaire de financer son développement. De ce fait il devient nécessaire pour le propriétaire de trouver des sources de financement externes, avec l'association d'autres propriétaires (actionnaires).

Cette association d'actionnaires est caractérisée par la grande société par action, cette nouvelle forme d'organisation donne aux managers un grand pouvoir, ce que les économistes plus tard appelleront « pouvoir discrétionnaire ». Il est évident que l'apparition de très grandes entreprises s'accompagne par la complexité de la fonction de direction. Cette complexité dans la gestion nécessite des spécialistes en gestion. Ainsi, les propriétaires de l'entreprise, font appel à ces spécialistes. On dira alors, qu'il y a une dissociation entre la propriété du capital et l'exercice du pouvoir dans l'entreprise. Ce problème a déjà été évoqué par Adam Smith (1776) dans la « Richesse des nations ».

Berle. A et Means. G (l'entreprise moderne et la propriété privée 1932), ont été les premiers à avoir étudié de manière approfondie cette question de la séparation entre capital et gestion dans l'entreprise. De cette séparation, il en découle des objectifs contradictoires entre ceux des actionnaires d'une part et ceux des managers d'autre part. Chacune des deux parties cherche à maximiser sa fonction d'utilité. Les propriétaires cherchent le profit quant aux

## Introduction générale

---

managers, ils cherchent à rester le plus longtemps à la tête de l'entreprise, le salaire maximum, les avantages ; prestige.....etc.

Devant cette situation, il y'a nécessité de mettre en place des indicateurs et des principes qui diminuent l'intensité de cette contradiction. A ce titre la gouvernance des entreprises intervient à travers ces principes comme le moyen adéquat pour discipliner les managers.

Ces relations conflictuelles ne sont pas propres aux pays avancés, les pays en développement sont aussi concernés. Par conséquent l'Algérie n'échappe pas à cette règle. On peut considérer que les entreprises algériennes sont aussi des lieux de conflits, il est bien évident que ces conflits sont entendus en Algérie comme des stratégies autour d'objectifs contradictoires.

De ce fait, qu'est-ce qui détermine la performance de l'entreprise si celle-ci est un lieu où se manifestent des intérêts contradictoires ? Pour limiter le pouvoir des managers qui s'approprient une partie non négligeable du surplus de l'entreprise (avantages et autres) et augmenter la performance de l'entreprise au profit des actionnaires, ceux-ci mettent en place un ensemble de mécanismes propres à limiter ce pouvoir discrétionnaire des manager.

Les entreprises cotées en bourse offrent plus de visibilité de ces mécanismes dans le sens où les entreprises cotés en bourse sont obligées de publier leurs informations pour l'ensemble des parties prenantes y compris l'observateur externe dont fait partie le chercheur universitaire. Par conséquent, le marché financier est aussi un mécanisme approprié pour discipliner les managers. Par la transparence qu'il offre, le marché financier permet de limiter le pouvoir des managers en l'incitant à suivre les objectifs des actionnaires.

Plusieurs pays y compris l'Algérie se sont dotés d'un code de bonne gouvernance. En dehors des PME, ce code s'intéresse aussi aux entreprises cotées en bourse. Il est constitué d'un ensemble de mécanismes à même de conduire les managers à protéger les intérêts des actionnaires. Il est bien évident que cette protection des intérêts des actionnaires améliore la performance de l'entreprise.

Notre problématique s'articule donc comme suite : **Qu'elle est la contribution des mécanismes mis en place par les actionnaires dans l'amélioration de performance de l'entreprise cotée en bourse ?**

Notre travail trouve son fondement théorique dans trois principales théories : la théorie des coûts de transaction, la théorie d'agence et la théorie de l'enracinement. Les fondateurs de ces théories proposent des solutions permettant de renforcer le contrôle au sein de l'entreprise et d'améliorer sa performance. Toutefois, et malgré les mécanismes instaurés, plusieurs

## Introduction générale

---

entreprises enregistrent toujours des performances très basses. La théorie de l'enracinement explique cette sous performance par le fait que les dirigeants peuvent utiliser des mécanismes supposés capables de contrôler la gestion et renforcer l'efficacité organisationnelle pour s'enraciner.

Les années 1990, ont connu de nombreuses défaillances de plusieurs grandes entreprises. Les exemples d'Enron aux Etats-Unis, télécom et Vivendi Universal en France. La faiblesse des mécanismes de gouvernance au sein de ces entreprises et l'opportunisme des dirigeants, étaient les principales causes de ces défaillances (Chatelin et Trébuq 2003).

Dans ce contexte, les recherches se sont multipliées pour donner les déterminants d'un système de gouvernance efficace. La littérature révèle une association entre les systèmes de gouvernance et la performance des entreprises, mais la recherche empirique sur cette association n'a pas fourni des résultats concluants.

Plusieurs auteurs insistent sur le rôle primordial de la gouvernance dans la performance, que ce soit au profit des actionnaires ou de celui de l'ensemble des parties actives au sein de l'entreprise. De ce fait la gouvernance agit à travers plusieurs mécanismes visant l'augmentation de la valeur de l'entreprise et la minimisation de l'espace discrétionnaire du dirigeant. Il est donc évident qu'une bonne gouvernance influence positivement la performance des entreprises.

La littérature économique a essayé de considérer la relation entre la gouvernance et la performance. La plupart de ces travaux ont montré que la gouvernance a un effet significatif sur la performance de l'entreprise et sur sa valeur sur le marché. Parmi ces études, nous pouvons citer celle de Omri. A(2003) qui affirme qu'il existe une relation statistiquement significative entre les modes de gouvernance et la performance des entreprises tunisiennes.

André .P et Schiehl .E (2004) affirment qu'il existe une association entre les systèmes de gouvernance et la performance des entreprises, leurs résultats montrent que le conseil d'administration constitue un facteur déterminant de la gouvernance pour améliorer la performance.

Boujenoui .A et *al* (2004) ont fait une comparaison de l'évolution des caractéristiques de gouvernance des sociétés d'Etat canadiennes avec le secteur privé. Leurs résultats montrent que le fonctionnement des mécanismes de gouvernance dans les entreprises d'Etat était moins stable que dans le secteur privé.

Kolsi et Ghorbel (2014), ont essayé d'étudier l'effet de la gouvernance sur la performance financière et boursière des entreprises canadiennes, leurs résultats ont montré

## Introduction générale

---

que l'effet de la gouvernance est significatif sur la performance financière et n'est pas significatif sur la performance boursière.

L'étude de Louizi (2007) affirme que la mise en place des mécanismes de gouvernance est un atout que l'entreprise pourrait utiliser pour avoir un avantage concurrentiel en attirant le capital, et en réduisant les risques financiers pour les investisseurs.

En d'autres termes, les pratiques de gouvernance n'affectent pas de la même façon la performance des entreprises, car les effets des mécanismes de gouvernance peuvent être différents, et l'impact de certains mécanismes peut être compensé par l'effet de certains autres.

Le conseil d'administration est considéré comme l'un des principaux instruments de gouvernance permettant de remédier aux carences des gestionnaires (Naciri 2008). Plusieurs éléments se combinent pour avoir une bonne composition du conseil d'administration (la présence des administrateurs externes indépendants, la dualité, la taille du conseil, la rotation des dirigeants, la fréquence des réunions.....)

La composition du conseil d'administration et son effet sur la performance des entreprises a fait l'objet de plusieurs études. Parmi ces études, nous pouvons citer celle de Hermalin et Weisbach (2003) qui qualifient le conseil d'administration comme «cœur de la gouvernance».

Louizi (2007), affirme que dans un environnement caractérisé par des changements rapides, le conseil d'administration consiste à dépasser son rôle traditionnel, selon cet auteur le conseil doit améliorer l'indépendance du conseil, sa composition, sa transparence et sa responsabilité envers les actionnaires.

Rosenstein et Wyatt (1990) ont montré que la désignation d'un nouvel administrateur externe indépendant entraîne une amélioration significative de la performance de l'entreprise.

Selon Mejdoub (2008), la séparation des fonctions du président du conseil d'administration et du directeur général permet de réduire les coûts d'agence et améliore ainsi la performance.

Certaines autres études se sont intéressées à l'effet de la taille du conseil d'administration sur la performance des entreprises. La taille du conseil est aussi considérée comme une variable pouvant avoir un effet significatif sur son efficacité (P. André et E. Schiehl 2004). Selon les résultats de Yermack (1996) et S. Bahagat et Black (2002), cet effet est négatif dans la mesure où le conseil d'administration perd de son efficacité lorsque sa taille augmente. Contrairement à ces résultats, ceux de Godard (2001) montrent l'absence de

# Introduction générale

---

l'effet de la taille du conseil sur la performance des entreprises françaises. Et ceci quelles que soient les mesures de performance utilisées.

**Au regard de la littérature sur le sujet de notre problématique, nous proposons les hypothèses suivantes :**

**H1 : il existe une relation positive entre les mécanismes de la gouvernance et la performance des entreprises algériennes.**

**H2 : le marché financier se traduit par une augmentation de la performance des entreprises algériennes cotées en bourse.**

L'approche de la gouvernance présente aujourd'hui une véritable idéologie qui trouve son application dans le mode de pilotage des entreprises. pour atteindre le but de l'entreprise il faut agir dans le sens des intérêts des actionnaires.

Ce travail consacre à l'étude de l'effet des déterminants de la gouvernance sur la performance révèle un double intérêt, académique et managériale :

- Sur le plan académique : ce travail vient s'ajouter aux différents travaux déjà menés dans le domaine de la gouvernance .

- Sur le plan managérial : nous pouvons apprécier l'importance de ce travail à travers l'introduction d'un modèle économétrique pour quantifier les différentes variables qui influent sur la performance des entreprises algériennes cotées.

Pour tester nos hypothèses , et répondre a la question soulevée , et expliquer les différents facteurs qui influent sur la performance , nous allons présenter d'abord dans un premier chapitre les fondements théoriques de la relation propriétaire / dirigeants , ce chapitre est composé de quatre sections , la première traite la question de l'existence de la firme par la théorie des couts de transaction ; la deuxième section est consacré a la notion de la séparation entre la fonction de propriété et de gestion par la théorie des droits de propriété et la théorie de l'agence, dans une troisième section nous étudierons le problème d'asymétrie d'information et l'enracinement des dirigeants, la dernière section est consacrée pour la théorie des jeux .

Nous exposerons ensuite dans un deuxième chapitre le cadre conceptuel de la gouvernance. Ce chapitre est divisé en trois sections. La première section traite les différents principes et rapports de gouvernance des entreprises. Dans la deuxième section nous étudierons théoriquement la nature des conflits d'intérêt et les types de gouvernance .Enfin la troisième section, met la lumière sur les mécanismes du contrôle des dirigeants.



## Introduction générale

---

Le troisième chapitre présente les différentes études empiriques sur l'effet des mécanismes de la gouvernance, et l'effet du conseil d'administration sur la performance des entreprises.

Enfin, le dernier chapitre consiste à examiner les mécanismes de la gouvernance pour les entreprises algériennes cotées en bourse. Ce chapitre contient trois sections, dont la première présente la gouvernance des entreprises algériennes, la deuxième section présente les choix des variables, l'échantillon, et la méthode d'estimation. Enfin, la dernière section présente les différents résultats obtenus.

En Algérie, les entreprises cotées en bourse n'ont pas encore fait l'objet de beaucoup de recherches, ce qui se traduit par un grand vide sur le plan analytique de ces entreprises.

Rapport-Gratuit.Com

Chapitre I : la relation  
propriétaire / dirigeant :  
Fondement théorique

### Introduction

L'évolution de la science économique a fait que certains auteurs se sont intéressés à ce qui se passe dans l'entreprise, ils ont en quelque sorte ouvert la « boîte noire » en cherchant tout d'abord à comprendre l'existence des firmes. De cela découle une nouvelle vision de la firme, perçue comme un nœud de contrats. Cela a entraîné des développements importants sur la relation entre les propriétaires de l'entreprise et les dirigeants, et plus généralement sur l'influence des différents acteurs concernés par la façon dont l'entreprise est dirigée (gouvernance d'entreprise).

L'apparition des grandes entreprises a eu pour conséquence la complexité de la fonction de direction, Cette complexité résulte de la séparation entre deux fonctions principales dans l'entreprise : la propriété et le management.

Suite aux scandales financiers sur les deux dernières décennies dans le monde, le problème de la gouvernance d'entreprise a pris son importance à travers les mécanismes de contrôle des dirigeants.

Plusieurs théories de la firme ont été élaborées pour traiter les problèmes de la séparation entre la fonction de la propriété et la gestion. A cet effet nous nous sommes basés sur les théories qui traitent la relation entre propriétaire et dirigeant.

Le but de ce chapitre est d'exposer les fondements théoriques de la relation propriétaire / dirigeant .Nous allons, d'abord dans une première section développer la question de l'existence de la firme et la nature de la séparation entre la fonction de propriété et de contrôle dans la théorie des droits de propriété et la théorie des coûts de transaction.

Nous allons, ensuite présenter les principales théories qui sont à l'origine des différentes approches contractuelles de la relation propriétaire / dirigeant, nous citerons la théorie de l'asymétrie de l'information, la théorie de l'agence, la théorie des jeux et la théorie de l'enracinement.

### **Section 1 : la question de l'existence de la firme : la théorie des coûts de transaction et la théorie des droits de propriété :**

Depuis la remise en cause des hypothèses néoclassiques de la firme, la science économique s'intéresse particulièrement à l'existence de la firme en tant qu'agent qui produit et répartit la richesse. Ainsi, les travaux de Ronald Coase (1937) sont considérés comme précurseurs où la firme est considérée comme une alternative au marché. Williamson. O, va poursuivre les travaux de R. Coase en développant la théorie des contrats.

#### **I-Coase.R et la question de l'existence de la firme :**

Les premières théories économiques de la firme capitaliste partent de l'incertitude développée par Knight.F (1921). Dans son ouvrage, il affirme que l'existence des firmes est liée à l'incertitude et les compétences entrepreneuriales. Selon cet auteur, la firme permet de limiter l'incertitude par le regroupement de plusieurs activités au sein d'une même organisation.

De même, l'auteur affirme que le risque ne permet pas d'expliquer l'émergence du profit<sup>1</sup>, car il est associé à des distributions de probabilités connues ; les décisions sont fondées sur une logique de calcul.

La complexité qui caractérise l'environnement fait que les agents économiques prennent leurs décisions face à un environnement incertain.

*« Selon Knight .F, l'essence de la firme est la spécialisation de la fonction de direction responsable de la vie économique ; la caractéristique négligée à partir de laquelle naît l'inséparabilité entre deux éléments : la responsabilité et le contrôle »<sup>2</sup>.*

Selon cet auteur, pour que les entrepreneurs récupèrent leurs profits, ils doivent garantir un revenu fixe aux travailleurs en contrepartie des efforts qu'ils fournissent, et le seul moyen pour réduire les coûts d'organisations et l'introduction de l'innovation et la technologie pour que l'entreprise puisse organiser des transactions internes.

---

<sup>1</sup> Baudry .B, Chassagnon. V (2014), « Les théories économiques de l'entreprise », édition la Découverte, Paris, p8.

<sup>2</sup>Baudry .B, Chassagnon. V (2014), Op. Cit, p 9.

Par ailleurs, Edith Penrose (1959) considère la firme comme une combinaison de compétences, une unité administrative, et un ensemble de ressources productives dont les usages alternatifs sont déterminés par une décision administrative.<sup>1</sup>

Selon cet auteur, les compétences ne résident pas uniquement dans les individus mais elles dépendent du contexte organisationnel et d'interaction dans l'entreprise.

Knight n'as pas pu répondre à la question de détermination de la taille optimal de la firme, en revanche Coase.R à fait recours à la pensée marshallienne marginale pour déterminer la taille de la firme. Knight explique l'existence de la firme par l'asymétrie d'attitude des agents vis-à-vis du risque. Coase.R (1937) refute la thèse de Knight, de fait que ceux qui assument le risque, rien ne les obligent à assurer parfaitement leurs tâches.

Dans l'article de Coase.R (1937) longtemps oublié (cet article a été redécouvert avec la publication en 1975 du livre d'Oliver Williamson « *Markets and Hiérarchies* »). Coase.R indique que c'est « *la présence des coûts d'utilisation du marché qui explique l'apparition de la firme* »<sup>2</sup>.

La propriété d'un facteur de production implique trois possibilités : produire et échanger, ou vendre l'utilisation de ce facteur, ou construire un arrangement contractuel pour déléguer l'usage de ce facteur contre un revenu. Une transaction est un engagement réciproque entre les agents.

Selon Cheung (1983) « *le développement de la firme consiste à remplacer un marché de produit par un marché des facteurs* »<sup>3</sup>.

Coase.R a contribué à ouvrir la « *boite noire* » de la théorie néoclassique, la nouvelle micro-économie, a étudié le comportement d'individus disposant d'une rationalité limitée, au-delà d'une information imparfaite, les agents peuvent développer des stratégies individuelles (les comportements opportunistes) qui peuvent être à l'origine de l'existence d'intérêt contradictoire, qui ne permettent pas de réaliser un équilibre optimal.

De ce fait Coase. R, pose la question de l'existence de la firme et sa taille, à travers la comparaison des coûts sur le marché (coûts de transaction) et les coûts d'organisation (à l'intérieur de la firme).

---

<sup>1</sup>Chaudey.M(2011), «L'approche contractuelle de la firme», Ressources en Sciences Economiques et Sociales, Université de Saint-Etienne et GATE-CNRS, pour SES-ENS, p 182.

<sup>2</sup> Baudry .B (2003), « Economie de la firme », édition la Découverte, Paris, P41.

<sup>3</sup> Chaudey.M (2011), op. Cit, p41.

Dans un monde réel, Coase.R pose la question de savoir pourquoi dans une économie de marché, les prix devraient assurer une coordination parfaite<sup>1</sup>.

Selon Coase. R la firme est un mode de coordination des transactions alternatives au marché ; si le marché n'est pas l'unique moyen de coordonner les prix c'est qu'il existe des coûts (coûts de transaction).

Selon cet auteur, les coûts de transaction correspondent aux :

- Coûts de recherche d'information.
- Coûts de négociation des contrats.

La théorie classique et néoclassique, considèrent que les mécanismes du marché sont ajustés par l'offre et la demande en fonction des prix, cela est suffisant pour la coordination des activités économiques. A priori, l'entreprise qui regroupe un nombre important d'individus n'as pas de place dans ce courant d'analyse.

Coase. R cherche à expliquer l'existence de la firme par les coûts de transaction qui sont liés au degré de complexité et d'incertitude de l'environnement ainsi qu'aux facteurs humains liés aux comportements opportunistes.

Cette approche permet d'analyser l'efficacité de la relation firme et marché. Le jeu concurrentiel est modifié par le comportement des acteurs en présence sur le marché<sup>2</sup>.

La vision transactionnelle selon Coase. R peut conduire à deux propositions :

- Il existe deux formes de coordination des activités ; le marché et la firme.
- La coordination par la firme se fait par l'exercice d'un pouvoir d'autorité.

Coase.R en reprenant l'analyse d'Alfred Marshall, affirme que dans la réalité il n'y a que le marché qui importe.

D'une manière générale, Coase. R affirme que la croissance de l'entreprise correspond à la réalisation d'opération qui se ferait à travers le marché. Ceci a permis de remettre en cause l'idée de l'acteur unique parfaitement rationnel, puisque toutes les firmes ne prennent pas les mêmes choix, les mêmes décisions et elles n'ont pas la même efficacité, il s'agit donc d'expliquer cette différence pour chaque firme.

---

<sup>1</sup>Chaudy.M (2011), op. Cit, p42.

<sup>2</sup> Souterain j. F. et Farcet. P (2006), «Organisation et gestion de l'entreprise », édition Faucher, Paris, p 87.

### **II-Williamson. O et les coûts de transaction :**

Coase.R le fondateur de la théorie des coûts de transaction a mis en évidence le passage par le marché qui entraîne des coûts, et le recours à l'entreprise permet d'économiser ces coûts.

Williamson .O a tenté de développer sur la base proposée par Coase.R les différents facteurs explicatifs pour le choix entre le marché et la firme.

La théorie des coûts de transaction analyse les relations contractuelles au sein des organisations d'une part et l'environnement institutionnelle qui comprend les règles formelles et informelles, et les institutions de gouvernance (marché, hiérarchie) d'autre part.

L'idée de base de l'analyse des coûts de transaction, et la rationalité limitée des agents dans un univers incertain<sup>1</sup>. Ces agents doivent organiser leurs transactions.

La théorie des coûts de transaction cherche à expliquer la diversité des formes d'organisation et le choix d'une structure organisationnelle qui réponde aux critères d'efficacité et la diminution des coûts de transaction. Ceci a conduit Williamson à mettre dans son analyse des structures organisationnelles appelées « structure de gouvernance ». Cet auteur à essayer de s'inspirer des travaux de Chandler (1921) et Bernard (1998) sur les modes d'organisation des relations entre les acteurs.

### **1-Les hypothèses de la théorie des coûts de transaction :**

Williamson. O a proposé deux hypothèses :

a) l'opportunisme : l'opportunisme est la volonté des individus d'agir dans leurs propres intérêts.

Le risque d'opportunisme augmente les coûts de transaction, de ce fait le recours à l'entreprise se justifie pour se protéger contre le risque d'opportunisme. L'opportunisme est le résultat de l'existence d'asymétrie d'informations entre les agents.

- L'opportunisme ex-ante :

Cet opportunisme existe quand il y'a une tricherie avant passation d'un contrat, l'exemple d'un vendeur qui donne des informations fausses sur la qualité de son produit, cela conduit au problème de sélection adverse (transaction réalisée sur des produits de mauvaise qualité).

---

<sup>1</sup>Reberioux. A (2003), « Gouvernance d'entreprise et théorie de la firme, quelles alternatives à la valeur actionnariale ? », Revue d'Economie Industrielle, n° 104, 4<sup>ème</sup> trimestre, p85.

- L'opportunisme ex-post :

Selon Alchian et Woodward (1988) quand il y'a une tricherie dans la phase d'exécution du contrat cela rend ce dernier incomplet, cette situation est appelée : le problème du risque moral<sup>1</sup>.

- b) la rationalité limitée :

Cette notion est issue d'un courant appelé (coût de supervision du contrat). Selon Simon. H, l'individu va essayer de maximiser les rapports coûts/ bénéfiques de son comportement, mais il va chercher un niveau de satisfaction, cette notion rend compte des obstacles rencontrés par les entreprises, l'avantage de cette théorie est de réduire l'incertitude grâce aux structures organisationnelles. De ce fait, le contrat ne peut donc être complet. L'incomplétude des contrats conduit à la possibilité des comportements opportunistes.

### **2- Les attributs des coûts de transaction :**

Selon Williamson. O<sup>2</sup>, trois attributs sont utilisés pour différencier la transaction :

a) la spécificité des actifs : un actif est dit spécifique lorsqu'un agent économique est investi d'une façon volontaire pour une transaction donnée.

Selon Ghertman.M (1994), le concept de spécificité des actifs influence les coûts de transaction, mais également la nature du produit et de la technologie qui feront l'objet de la transaction.

Quatre éléments confèrent la spécificité des actifs <sup>3</sup>:

- 1/ l'immobilité de l'implantation géographique.
- 2/ les attributs physiques originaux du produit.
- 3/ les compétences exceptionnelles du personnel.
- 4/ l'affection de l'actif à un usage précis.

Selon Williamson. O (1985), « *un actif spécifique peut correspondre à des ressources rares* ». L'existence d'actif spécifique a été reconnue depuis longtemps par la théorie

---

<sup>1</sup>Ghertman. M (2003), « Oliver Williamson et la théorie des coûts de transaction », Revue de Gestion 2003/1, n° 142, éditions Lavoisier, p56.

<sup>2</sup> Williamson.O.E (1994), «Les institutions de l'économie», InterEditions, Paris, pp 76-83.

<sup>3</sup> Joffre .P (1987), « L'économie des coûts de transaction, de nouvelle théorie pour gérer l'entreprise », Economica, Gestion, p95.



## Chapitre I : la relation propriétaires/ dirigeants : fondements théoriques

économique, notamment dans le cas du marché de travail, quand une firme doit recouvrir à des compétences particulières très spécialisées.<sup>1</sup>

La nature des relations entre agents est modifiée par la spécificité des actifs, cela implique la mise en place des formes organisationnelles et l'intégration de la firme, ou une relation de type intermédiaire entre la hiérarchie et le marché (appelé forme hybride chez Williamson).

Williamson. O a considéré trois niveaux de spécificité des actifs (non-spécificité, forte spécificité, et le cas intermédiaire), selon le tableau suivant :

**Tableau N°1-1 : Caractéristique des actifs**

<b>Fréquence de transaction</b>	<b>Non spécifique</b>	<b>mixte</b>	<b>Idiosyncrasique</b>
<b>Occasionnelle</b>	Achat d'équipements standards.	Achat d'équipements sur commande.	Construction d'une usine.
<b>Récurrente</b>	Achat de matériaux standards.	Achat de matériaux sur commande.	Transfert spécifique des produits intermédiaires à travers des étapes successives.

Source: Ghertman.M (2003),op. cit, p61.

Lorsque l'investissement est non spécifique, les coûts de transaction sont faibles, et le marché standard reste la forme correspondante.

L'existence d'actif spécifique oblige à la création d'autre forme organisationnelle.

Le contrat classique ne peut pas tenir compte au risque du comportement opportuniste. La structure organisationnelle dans ce cas ; est le recours à la forme intermédiaire (trilatérale).

<sup>1</sup>Paquerot .M (1996), « Stratégie d'enracinement des dirigeants et prise de contrôle d'entreprise », thèse d'obtention du doctorat en science de gestion, mention Finance, université de Bourgogne, p44.

### b) l'incertitude :

L'incertitude se divise en deux composantes, la première est l'incertitude interne qui recouvre la complexité des tâches que l'entreprise effectue en interne, La deuxième est l'incertitude externe qui comprend l'incertitude technologique, légale, réglementaire, fiscale et concurrentielle.

L'incertitude ne peut pas être traitée par des techniques de calcul économique.

### c) la fréquence<sup>1</sup> :

Les transactions peuvent être fréquentes comme les approvisionnements d'un résultat, ou même unique comme dans le cas de la constitution d'une université.

Plus les biens échangés ayant un très faible niveau de spécificité des actifs, plus les transactions seront fréquentes, et le marché sera le mode d'organisation choisi.

Par contre, plus la spécificité des actifs et l'incertitude interne seront élevées, et la fréquence des transactions sera faible, plus on fait recours à une forme hiérarchique dite « *la forme hybride* »<sup>2</sup>.

### **3-Les types de contrat :**

Williamson. O<sup>3</sup>, distingue trois types de contrat :

a) le contrat classique : correspond à une transaction ponctuelle d'un objet parfaitement défini où toutes les éventualités sont prévues.

b) le contrat d'un nouveau type : ce contrat apparaît dans le cas d'une relation à long terme, soumise à une incertitude forte, où il existe un risque d'opportunisme. Ce contrat doit assurer une certaine flexibilité, c'est un contrat incomplet et implique un certain degré de confiance entre les agents.

c) le contrat personnalisé : ce type de contrat s'impose quand la durée et la complexité du bien devient très importante.

---

<sup>1</sup> Williamson .O.E (1994), op.cit, p 82.

<sup>2</sup> Ghertman .M (2003), Op. cit, pp 25-26.

<sup>3</sup> Williamson .O.E (1994), op.cit, p 92.

### **4-Les formes organisationnelles (les modes de gouvernance) :**

Selon Williamson.O.E le choix organisationnel dépend de la fréquence de la transaction, du degré de spécificité de l'investissement et l'incertitude de l'environnement.

Selon Williamson .O<sup>1</sup>, il existe trois catégories de gouvernance :

1- le marché : le marché est un couple produits-clients où les entreprises s'affrontent pour obtenir des clients.

2- la hiérarchie : le recours à la hiérarchie est développé là où les transactions sont récurrentes dans un climat d'incertitude nécessite des investissements spécifiques<sup>2</sup>.

3- la forme hybride : c'est une forme organisationnelle intermédiaire entre le marché classique et la firme (la hiérarchie).

Le tableau suivant montre les types de transactions et les formes organisationnelles :

**Tableau N°1-2 : Types et formes de transaction**

		Caractéristiques de l'investissement		
		Non spécifique	Mixte	Idiosyncrasique
Fréquence	Faible	Structure de marché	Structure trilatérale (contrat néo-classique)	
	Forte	Contrat classique	Structure bilatérale	Structure unifiée

Source : Coriat.B et Weinstein (1995),« Les nouvelles théories de la firme », édition Librairie Générale Française, France,p61.

L'apport de la théorie des coûts de transactions selon Coase.R et Williamson. O est de définir les origines et la nature des coûts de transaction.

Cette théorie propose un nouveau cadre analytique pour expliquer l'ensemble des configurations institutionnelles.

Cela constitue« *un renouvellement de la micro-économie par une analyse fine des comportements par une vision contractuelle de la firme, il est intéressant de voir que les*

<sup>1</sup> Williamson. O.E (1994), op.cit, p 264.

<sup>2</sup>Abecassis.C (1997), « Les coûts de transaction ; état de la théorie », In Réseaux, volume 15, N°84, p13.

*économistes néoclassiques qui idéalisent le marché ne peuvent pas expliquer l'existence de la firme pour les défaillances du marché »<sup>1</sup>.*

Selon cette théorie, les coûts de transaction ont différentes origines :

- Les coûts de recherche et de négociation.
- Les coûts de structure qui contrôlent le déroulement du contrat.
- Les coûts d'opportunité.
- Les coûts liés à une mauvaise adaptation du contrat.

La théorie des coûts de transaction insiste sur le type d'organisation intermédiaire qui correspond à des pratiques dont on connaît : la sous-traitance, le partenariat, les alliances.

La prise en considération de coordination intermédiaire entre le marché classique et la firme (la hiérarchie), est un aspect central de l'évolution des idées de Williamson.O.E.

A la suite de Coase.R et O. Williamson, d'autres auteurs se sont intéressés à l'étude des droits de propriété ainsi, qu'à la relation entre détenteurs de capitaux et managers.

### **III -La théorie des droits de propriété :**

Les origines de la théorie des droits de propriété remontent au XIXème siècle. Alchian (1959), Coase.R (1960), Demestz (1966) contribuent à développer une approche multidisciplinaire des droits de propriété.

L'apparition de très grandes entreprises a eu pour conséquence la complexité de la fonction de direction. Fayol a indiqué déjà que l'exercice de la fonction de la direction est considérée comme une activité spécifique, on voit donc apparaître des spécialités de la direction des entreprises que l'on appelle des managers. Ces derniers ne sont pas les propriétaires de l'entreprise qu'ils dirigent ce qui entraîne une séparation entre la propriété du capital et l'exercice du pouvoir dans l'entreprise.

Cette problématique a été déjà proposée par Adam Smith (1776) dans son ouvrage intitulé *«la richesse des nations »*. Adam Smith affirme que *« les dirigeants des compagnies par actions, du fait qu'ils gèrent l'argent des autres plutôt que la leurs, le surveillent avec autant de vigilance que le font les partenaires d'une société privée »<sup>2</sup>.*

---

<sup>1</sup>Abecassis.C (1997), op. Cit, p15.

<sup>2</sup>Eymard -Duvernay. F (2004), « Economie politique de l'entreprise », Edition La Découverte, paris, pp 3-4.

## Chapitre I : la relation propriétaires/ dirigeants : fondements théoriques

---

Berl et Means (1932) dans leur article « *l'entreprise moderne et la propriété privée* » sont les premiers à avoir soulevé la question de la séparation entre les managers et les propriétaires de l'entreprise.

Selon Berl et Means (1932), la grande firme moderne est dotée d'un appareil managérial complexe, car elle peut imposer une forme institutionnelle par la séparation entre la propriété et le contrôle, car l'objectif du manager n'est pas la maximisation du profit, et la valeur de marché des actions.

La théorie des droits de propriété (la théorie managériale) critique l'unique objectif de la firme (le profit), car à côté de ce profit il existe d'autres objectifs tels que la volonté des dirigeants, la croissance, la part du marché, le chiffre d'affaire et l'effectif employé.

Dans les grandes entreprises dont la propriété est séparée du contrôle, les managers n'auraient aucune raison d'avoir les mêmes objectifs que les propriétaires du capital<sup>1</sup>.

Selon les formes de propriété, ces attributs peuvent être détenus par un individu ou un groupe d'individus.

La théorie des droits de propriété distingue trois attributs de droits de propriété :

L'usus : c'est le droit d'utilisation d'un actif.

Le fructus : c'est le droit de bénéficier de cet actif.

L'abusus : c'est le droit de le céder.

Selon la présence de ces attributs, on peut faire la distinction entre plusieurs types de propriété<sup>2</sup>:

1- la propriété privée : se définit par l'existence d'un droit sur un actif détenu par un groupe d'individus.

2- la propriété communale : se définit par l'usage d'un même actif par plusieurs individus, mais chacun utilise individuellement l'actif (ex : la source d'eau).

3- la propriété collective : se caractérise par le fait que l'usage de l'actif est géré collectivement par un groupe d'individus.

---

<sup>1</sup> Gabrié H et Jacquier J.L (préface Simon .H) (1994), « La théorie moderne de l'entreprise », édition Economica, Paris, p23.

<sup>2</sup> Coriat.B et Weinshtein.O (1995), op.cit., p84.

4- la propriété mutuelle : se définit par une situation où plusieurs individus ont des droits conjoints sur une même ressource, mais ils peuvent transférer leurs droit à un autre agent.

5- la propriété publique : se définit par l'attribution de droit sur un actif à un agent publique.

Selon Alchian (1987), « *la nature de la firme et ses formes d'organisations peuvent être appréhendées à partir des caractères des droits de propriété privée* »<sup>1</sup>.

Selon Alchian et Demsetz (1972), « *la firme est une forme d'organisation de la production en équipe, quand le produit est le résultat de la coopération de différents agents, où chacun fait le moins possible en comptant sur le travail des autres* »<sup>2</sup>.

Ces auteurs ont proposé une solution d'un agent appelé «*le moniteur*» qui se spécialise dans le contrôle des performances des membres de l'équipe. Alchian et Demestz ont proposé de donner un statut particulier pour le moniteur, qui s'appuiera sur une structure contractuelle.

Ces auteurs ont confirmé aussi qu'il consiste à attribuer au moniteur les droits suivants<sup>3</sup> :

1) Etre le créancier résiduel : le créancier résiduel est le propriétaire de la firme c'est celui qui reçoit le rendement résiduel résultant de la production (ce qui reste une fois payés les différents fournisseurs des ressources). De ce fait le moniteur est incité à veiller à la meilleure utilisation des ressources et à contrôler le comportement des membres de l'équipe.

2) Le droit d'observer et contrôler le comportement des détenteurs des ressources.

3) Le droit exclusif à être dans un rapport contractuel.

4) Le droit de changer la composition de l'équipe.

5) Le droit de vendre ces droits (vendre le statut particulier qu'il détient).

Selon Milgrom et Roberts (1992), le propriétaire d'une firme a le droit au rendement résiduel et le droit du contrôle résiduel compte tenu de l'incertitude et l'asymétrie

---

<sup>1</sup>Coriat.B et Weinshtein.O (1995), op.cit, p 85.

<sup>2</sup>Coriat.B et Weinshtein.O (1995), Ibid.

<sup>3</sup>Coriat.B et Weinshtein.O (1995), op.cit., p 87

## Chapitre I : la relation propriétaires/ dirigeants : fondements théoriques

---

d'information entre agents, les contrats incomplets entraînent l'existence d'un droit du contrôle résiduel.

Selon Ricketts (1987), la société par action peut être caractérisée par trois traits :

- 1/ la société à une existence légale distincte de celle de ces membres.
- 2/ les parts de la société sont librement échangeables sur un marché (la bourse).
- 3/ la responsabilité des détenteurs des parts est limitée.

Selon Alchian, cette organisation ne remet pas en cause les fondements des droits de propriété, mais elle permet la séparation entre ceux qui exercent le droit de prendre les décisions sur l'usage des ressources, et ceux qui supportent les conséquences sur les valeurs de marché.

Selon Coriat.B et Weinshtein.O (1995), « *le droit de propriété est un droit socialement validé à choisir les usages d'un bien économique* »<sup>1</sup>.

Selon Furubotn. E et Pejovitch. S (1972), « *les droits de propriété ne sont pas des relations entre les hommes et les choses, mais des relations codifiées entre l'homme qui est en rapport avec l'usage des choses* »<sup>2</sup>.

Selon Demetz (1967), « *les droits de propriété permettent aux individus de savoir à priori ce qu'ils peuvent espérer raisonnablement dans leurs rapports avec les autres membres de la communauté. Ces anticipations se matérialisent par les lois et coutumes* »<sup>3</sup>.

Ces trois derniers auteurs définissent les droits de propriété comme les droits d'utiliser des biens et d'en bénéficier. Les droits sur ces biens sont assurés par la loi, les coutumes, etc.

---

<sup>1</sup>Chaudey .M (2014), « Analyse économique de la firme », édition cursus Armand, Paris, p 182.

<sup>2</sup>Chaudey .M (2014), Ibid

<sup>3</sup> Demestz .H (1998), « L'économie de la firme, sept commentaires critiques », édition EMS, Paris, P 27.

### **Section 2 : La théorie de l'agence et la théorie des jeux :**

L'étude de la relation propriétaire / dirigeant peut trouver son fondement dans deux théories : la théorie des jeux et les théories de la gouvernance. Plusieurs études ont eu recours à la théorie des jeux pour modéliser le comportement de la firme. Les modèles d'agence et les théories managériales peuvent s'apparenter à des jeux non coopératifs. Ces différentes approches vont rejeter le modèle néo-classique traditionnel, où l'existence d'un « commissaire - priseur » permettait de coordonner les décisions individuelles des agents.

#### **I-La théorie de l'agence :**

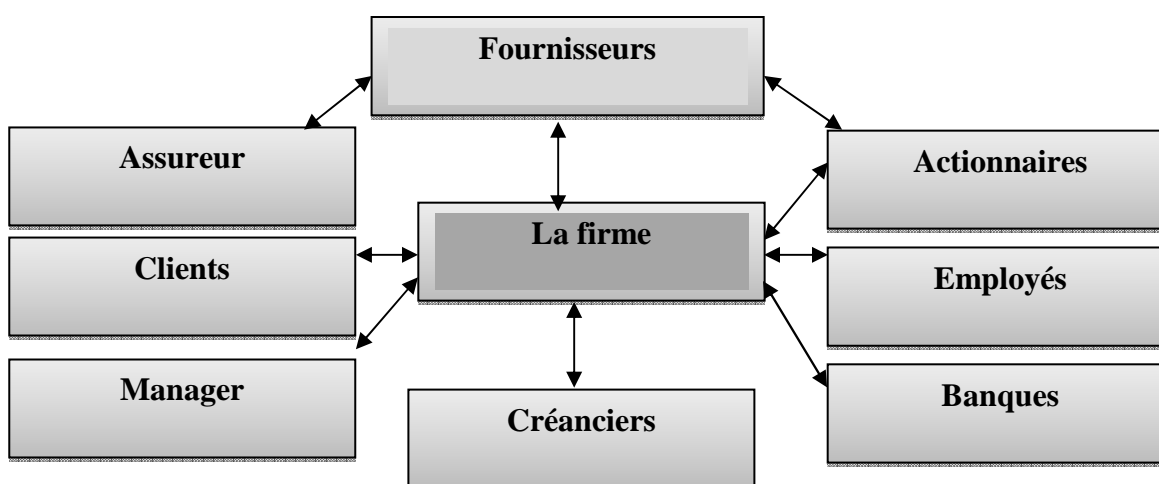
##### **1--La relation d'agence :**

Complémentaire à l'économie des droits de propriété, dont elle est très proche, la théorie de l'agence a été proposée par le courant néoclassique récent.

L'origine de cette théorie remonte à la synthèse d'Adam Smith sur l'inefficacité des sociétés par actions, dont la direction est confiée à un manager pour gérer au mieux les affaires qui lui sont confiées. La théorie de l'agence a fait l'objet de nombreuses études, la première a été proposée par Jensen et Meckling (1976).

Selon Jensen et Meckling (1976)<sup>1</sup>, « *la firme est un ensemble des relations contractuelles, elle concerne les fournisseurs, les employés, les clients, les créanciers,...* », comme le présente la figure suivante :

**Figure N°1-1 : Représentation de la firme contractuelle**



Source : Baudry .B, Chassagnon.V (2014), op.cit., p 18.

<sup>1</sup> Jensen. M. Cet Meckling. W. H. (1976), « Theory of firm: managerial behavior agency costs and ownership structure», Journal of Financial Economics, Vol 3, October, P 305.



## Chapitre I : la relation propriétaires/ dirigeants : fondements théoriques

---

La théorie d'agence vise à étudier les problèmes des coûts d'agence entre les actionnaires et les managers, et plus généralement entre l'entreprise et ses parties prenantes.

Cette théorie repose sur une représentation contractuelle de l'entreprise dans une situation d'incomplétude de contrat.

Selon Jensen et Meckling (1976), « *la relation d'agence est le contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engage une autre personne (l'agent) pour effectuer un service en leur nom, qui consiste à déléguer certains pouvoirs de prise de décision pour l'agent* »<sup>1</sup>. Selon ces auteurs, les coûts d'agence sont le résultat des conflits d'intérêts dans les situations de coopération.

Furubotn et Pejovitch (1975), affirment que « *la théorie de la firme était le domaine dans lequel l'approche des droits de propriété à peut être réalisée ses plus grandes avancées* »<sup>2</sup>. De cet effet, Jensen et Meckling sont les seuls défenseurs de cette approche.

Selon Ross.S.A (1973-1974), « *la relation d'agence se crée entre deux ou plusieurs parties lorsqu'une de ces deux parties, désigné comme l'agent, agit soit de sa part, soit comme représentant de l'autre, désigné comme le principal dans un domaine décisionnel particulier* »<sup>3</sup>.

Jensen et Meckling définissent la relation d'agence comme « *un contrat dans lequel une personne à recours aux services d'une autre personne en leur nom une tâche* »<sup>4</sup>.

Selon Pratt et Zeckhauser (1985), « *la notion de la relation d'agence recouvre en fait toute relation entre deux individus, telle que la situation de l'un dépend d'une action de l'autre individu qui agit est l'agent, la partie affectée est le principal* »<sup>5</sup>.

Selon Charreaux .G (1998)<sup>6</sup>, « *la relation d'agence n'est plus nécessairement une relation d'autorité (principal- agent). Aucune des deux parties n'est subordonné à l'autre, dans ce cas chaque acteur peut être considéré réciproquement comme le principal et l'agent* ». Selon cet auteur la relation d'agence recouvre toute relation contractuelle entre deux individus.

---

<sup>1</sup>Jensen. M. C et Meckling. W. H. (1976), op.cit, p 308.

<sup>2</sup> Gabrié .H et Jaquier.JI (1994), op.cit, p223.

<sup>3</sup> Charreaux G (1998), « La théorie positive de l'agence, lecture et relecture », IAE Dijon- GREGO/LATEC, p11

<sup>4</sup>Jensen. M. C, et Meckling. W. H. (1976), Ibid.

<sup>5</sup> Williamson. O.E (1994), op.cit, p 93.

<sup>6</sup>Charreaux .G, (1998), op.cit., p16.

### 2- Les coûts d'agence :

Les problèmes de la relation d'agence n'apparaissent que dans la mesure où :

1/ les intérêts des deux parties peuvent diverger.

2/ il y'a information imparfaite relative aux comportements des agents et asymétrie d'information entre les parties.

L'agent en sait normalement plus que le principal pour la tâche qu'il a à accomplir. La conséquence de ces problèmes :

- Le contrat qui lie les parties est incomplet.
- Le principal n'a pas les moyens de contrôler parfaitement l'action de l'agent.

Dans ce contexte, la théorie de l'agence a essayé de répondre à la question suivante : Comment construire un système d'incitation et de surveillance qui empêche l'agent d'avoir un comportement susceptible de léser les intérêts du principal ?

La théorie de l'agence suppose que chaque partie cherche à maximiser son utilité et qu'elle anticipe rationnellement l'effet d'une relation d'agence sur ses résultats futurs.

Le dirigeant cherche à limiter les divergences en mettant en place un système d'incitation, ainsi que des moyens de surveillance visant à limiter les comportements de l'agent, mais du fait des problèmes d'information, cela ne peut pas se faire sans coûts, ces derniers sont appelés les coûts d'agence.

Selon Jensen et Meckling (1976), les coûts d'agence sont :<sup>1</sup>

- 1- Les coûts de surveillance et d'incitation : ces coûts sont engagés par le principal, pour orienter le comportement de l'agent.
- 2- Les coûts d'obligations : ces coûts sont supportés par l'agent (les dépenses qu'il peut être amené à engager pour pouvoir garantir qu'il ne fera pas certaines actions lézant le principal).

Selon Gabrié et Jaquier (2001)<sup>2</sup>, « *les coûts d'obligation sont les coûts d'engagement résultant de la réduction par la firme des rapports financiers et de la réalisation d'audit par les experts extérieurs de la firme* ».

---

<sup>1</sup>Jensen. M. C, et Meckling. W. H. (1976), Ibid.

<sup>2</sup>Gabrié. H et Jaquier. J.L (2001), « Les théories de l'entreprise l'approche institutionnelle », Economica, p329.

3- La perte résiduelle : la perte résiduelle c'est l'écart entre le résultat de l'action de l'agent pour le principal, ce coût ne correspond pas à une dépense effective, mais à le caractère d'un coût d'opportunité (réputation, perte d'emploi...).

La relation d'agence est une relation de délégation qui suppose une asymétrie d'information, celui qui délègue est appelé **principal**, celui à qui est confiée la mission est appelé **agent**. Cette délégation est associée à une imperfection de l'information qui peut être de deux ordres : le principal n'a qu'une information limitée sur les caractéristiques de l'agent (situation dite sélection adverse) et il observe imparfaitement son comportement (situation dite risque moral).

Selon Schoorman et Donaldson (1997), « *les coûts d'agence ne constituent pas les seuls facteurs d'expliquer la performance, il serait certainement d'intégrer d'autres éléments comme l'habilité des individus, leurs niveaux de connaissance, leurs effets d'apprentissage, ainsi que leurs degrés d'information* »<sup>1</sup>.

La théorie de l'agence se base sur une opposition entre deux agents. L'actionnaire est le détenteur des moyens de production (principal) et Le manager qui exploite les moyens de production (l'agent).

Ces agents ont des intérêts divergents :

- \* le principal cherche à maximiser la valeur de l'entreprise.
- \* L'agent cherche à maximiser son revenu et la taille de l'entreprise.

### **3- les modèles d'agence :**

Il existe trois principaux modèles de la relation principal- agent, selon deux critères : la nature de l'information et l'initiative du contrat (qui joue le premier). Selon ces deux critères on peut distinguer trois types de modèles<sup>2</sup> :

#### **a) le modèle de risque moral :**

Dans cette situation de risque moral, l'agent et le principal ont la même information au début de la relation, l'asymétrie apparaît après la signature du contrat ; Le principal ne peut pas observer l'effort de l'agent, mais seulement le résultat de cet effort et la rémunération de l'agent ne peut pas être définie en fonction de cet effort.

---

<sup>1</sup> Charreaux .G (1987), « Structure de propriété, relation d'agence et performance financière », Revue Economique, vol 42, n°3, p03.

<sup>2</sup> Chaudey .M (2011), op.cit, pp 106-107.

## Chapitre I : la relation propriétaires/ dirigeants : fondements théoriques

Le principal peut anticiper ce risque de comportement opportuniste et proposer un contrat à rémunération fixe en choisissant le niveau de salaire qui rémunère l'agent pour un niveau d'effort minimum.

### b) le modèle de sélection adverse :

Dans cette situation, l'agent détient une information privée avant le début de la relation. Le principal peut vérifier le comportement de l'agent, mais la décision optimale et l'asymétrie d'information concernent les caractéristiques propres de l'agent. Ce problème a été présenté par Akerlof.G dans un célèbre article (1970) sur le marché des voitures d'occasions.

### c) le modèle de signal :

Cette situation est identique à celle du modèle de sélection adverse, mais dans ce modèle la partie informé joue en premier, l'agent envoie un signal au principal avant la rédaction du contrat, le problème qui se pose dans ce type de modèle est la qualité du signal selon Arrow et Spence(1974).

## **4-les courants de la théorie d'agence :**

La question qui se pose, compte tenu des caractéristiques d'une relation principal- agent : qu'elle est le type de structures contractuelles qui minimisent les coûts d'agence ?

On distingue deux branches de la théorie d'agence : la théorie normative de l'agence, et la théorie positive de l'agence.

### a) la théorie positive de l'agence :

Ce courant explique les formes organisationnelles comme mode de réduction des coûts d'agence.

Cette théorie trouve son origine chez les fondateurs de la théorie de l'agence de Jensen et Meckling (1976) qui visent directement le fonctionnement des organisations, et plus particulièrement les sociétés par actions.

Ces auteurs se basent sur les idées suivantes<sup>1</sup> :

- La firme est considérée comme un nœud de contrat.
- La firme n'a pas d'existence véritable.
- La firme est un marché privée.

---

<sup>1</sup>Charreaux G (1999), « La théorie positive de l'agence : positionnement et apports », Working Paper CREGO, p21.

Fama et Jensen présentent deux propositions fondamentales à ce courant :

- 1) La combinaison de la fonction de gestion et la fonction de contrôle sur l'agent conduit à des créances résiduelles.
- 2) Les problèmes d'agence conduisent à la séparation de la fonction de gestion et de contrôle.

b) la théorie normative de l'agence :

Ce courant s'intéresse à l'élaboration des mécanismes de contrôle et d'incitation visant à réduire les coûts d'agence liée aux contrats.

Dans ce contexte pour réduire les coûts, il existe une multitude de stratégie de contrôle<sup>1</sup> :

- 1) Concevoir un emploi simple et routinier pour que les comportements puissent être observés.
- 2) Concevoir un emploi complexe et investir dans les systèmes d'information afin de mieux connaître les comportements.
- 3) Concevoir un emploi complexe mais recourir à une évaluation plus simple (rentabilité et bénéfice).

**5-la solution des problèmes d'agence (la discipline du marché) :**

La délégation de la gestion génère des coûts de surveillance (S), et une perte résiduelle (R) liée au risque de la gestion opportuniste par l'agent. Ce dernier (le dirigeant), effectue des dépenses d'obligations afin de signaler la bonne exécution du contrat ; il peut obtenir une rémunération supplémentaire par une gestion opportuniste de l'entreprise, qui est une partie de la perte résiduelle du principal.

Le principal cherche à minimiser la perte résiduelle, mais cette minimisation implique des frais de surveillance supplémentaires ; d'où un arbitrage entre la diminution de la perte résiduelle (R) (coût d'opportunité) et l'augmentation des coûts de surveillance (S).

Le problème d'agence est un problème d'optimisation des coûts.

---

<sup>1</sup> Magnan de Bourmier (2004), « La théorie d'agence et les contrats optimaux », Faculté d' Economie Appliquée, Université Paul Cézanne Aix-Marseille et GREQAM, p6.

**Tableau N°1-3 : L'arbitrage des agents économiques**

Principal	Agent	Equilibre
1- Cherche à minimiser la perte résiduelle (coût d'opportunisme), Min R. 2- Ceci augmente les coûts de surveillance (S) 3- Arbitrage entre les coûts d'opportunisme et les coûts de surveillance.	1- Cherche à augmenter sa rémunération liée à l'opportunisme, Max R. 2- Ceci l'oblige à augmenter ses coûts d'obligations (O). 3- Arbitrage entre l'opportunisme et les coûts d'obligation.	1- l'opportunisme des dirigeants est limité par les coûts d'informations qu'ils subissent. 2- le calcul des agents résoud le problème de l'opportunisme.
Source : élaboration personnelle.		

L'opportunisme est le résultat d'un calcul d'intérêt. L'opportunisme des agents est limité par les coûts d'information, mais comment les individus obtiennent l'information sur ces coûts ?

**Le revenu du dirigeant = rémunération + perte résiduelle (R) - les coûts d'obligations (O).....(1)**

Dans la théorie néoclassique, le marché assure la coordination des intérêts de manière spontanée. L'avantage du marché réside dans le fait qu'il transmet de l'information de façon parfaite.

Autour de la firme, existent des marchés qui permettent d'évaluer l'efficacité des choix contractuels, il suffit donc de se référer pour résoudre les problèmes d'agence. De ce fait deux types de marché permettent de limiter l'opportunisme des agents : le marché financier et le marché de travail.

### a) le rôle du marché financier dans la théorie de l'agence :

Sur le marché financier s'échangent les titres de propriété (actions) ou les obligations. Le marché financier permet d'objectiver la perte de la valeur d'une action si l'entreprise n'est pas gérée dans le sens des intérêts des propriétaires.

Si le dirigeant gère l'entreprise dans son intérêt, il diminue le profit (la valeur de la firme et la baisse du prix de son action), pour le principal cette perte de valeur constitue une alternative au coût de surveillance. Le marché financier envoie donc des signaux aux agents.

### b) le rôle du marché de travail dans la théorie d'agence :

Le dirigeant qui aurait une gestion opportuniste augmenterait la perte résiduelle du propriétaire.

La menace qui se trouve sur le marché du travail limite l'opportunisme du dirigeant (la concurrence sur le marché de travail).

## **II- La théorie des jeux : un jeu asymétrique**

L'étude de la relation propriétaire / dirigeant peut trouver son fondement dans deux théories : la théorie des jeux et les théories de la gouvernance. Plusieurs études ont eu recours à la théorie des jeux pour modéliser le comportement de la firme.

La théorie des jeux postule l'existence d'un jeu entre deux acteurs (le propriétaire et le dirigeant), cette théorie permet d'étudier le comportement de ses deux acteurs principaux.

La modélisation par la théorie des jeux, ne tient pas compte du rôle des autres acteurs internes et externes à l'entreprise, pour cette raison, on fait recours à la théorie de la gouvernance.

La théorie économique donne à la décision l'image d'un jeu à acteur unique : un agent est confronté au marché qui reflète les choix des autres acteurs (l'atomicité), comme branche des mathématiques utilisées par les économistes, la théorie des jeux sert à modéliser le comportement des joueurs rationnels qui défendent leurs intérêts dans des situations bien définies.

La théorie des jeux permet l'aide à la décision, dans des situations où les différents acteurs évoluent dans un environnement d'interdépendance stratégique.

La théorie des jeux permet d'analyser les interactions stratégiques entre les individus, lorsque ces derniers ont des intérêts divergents.

La théorie des jeux a été fondée par le mathématicien Emil Borel (1921), mais elle a pris son essor avec la publication de l'ouvrage des John V. Newman et Oskar Morgenstern (1944), leurs idées étaient simples ; tous les problèmes économiques peuvent se transformer en un jeu de stratégie entre acteurs rationnels.

Cette théorie se développera ensuite dans les années 1950 avec les travaux du mathématicien Nash. J qui a développé pour la première fois de façon rigoureuse un équilibre.

Par ailleurs, les théoriciens de la théorie des jeux, ont associé leurs travaux théoriques à la démarche expérimentale (Goeree et Holt ; 2001) l'une des premières expériences qui a été réalisée par les mathématiciens Melvin Dresher, et Meril Flood (1950) a été « *le dilemme du prisonnier* ».

Les économistes contractualistes se préoccupent de la question de confiance. Selon cette théorie la relation de confiance est un équilibre entre les stratégies d'individus rationnels, comme l'a développé Rabin (1993)<sup>1</sup> en utilisant le modèle de jeu de confiance, qui permet d'analyser des situations dans lesquelles l'une des parties du jeu doit engager des ressources qu'elle perdra si l'autre n'honore pas la confiance.

La théorie des jeux étudie la manière avec laquelle les individus rationnels règlent des situations conflictuelles.

Selon Thépot (1998)<sup>2</sup>, « *le jeu est toute situation dans laquelle plusieurs décideurs autonomes sont amenés à prendre des décisions débouchant sur des résultats, chaque décideur est affecté à un résultat, mais ce résultat dépend de l'ensemble des décisions prises par tous* ».

Selon Umbhaeur. J (2002)<sup>3</sup>, « *la stratégie d'un joueur comme un plan d'action qui spécifie l'action de ce joueur à chacun de ses éventuels tours de jeu* ».

Selon Pénard. T (2007)<sup>4</sup>, « *un jeu stratégique se caractérise par un ensemble de règles de jeu spécifiant les joueurs, les choix ou les stratégies, la séquence des décisions, et enfin l'utilité que chaque joueur qui retirera à la fin du jeu* ».

---

<sup>1</sup>Rabin. M. (1993), « Incorporating Fairness into game theory and economics », The American Economic Review, Vol 83, n° 5, December, p 1282.

<sup>2</sup>Thepot. J(1998), « Gestion et théorie des jeux, interaction stratégiques dans la décision », FNEGE, p 07.

<sup>3</sup>Umbhaeur. J (2002), « Théorie des jeux appliquée à la gestion », édition EMS, p16.

<sup>4</sup>Pénard. T (2007), « Introduction à la théorie des jeux », université de Renne1, p3.



Selon Yildizoglu. M (2003)<sup>1</sup>, « *la théorie des jeux propose des modèles qui sont des représentations très abstraites des situations réelles* ».

Selon Guerrien.B (2002)<sup>2</sup>, « *l'hypothèse de la théorie des jeux : chaque acteur cherche à maximiser son gain* ».

« *La théorie des jeux permet d'analyser de nombreuses relations économiques et sociales sous forme de jeux stratégiques* »<sup>3</sup>.

### **1-La composition du jeu :**

Le jeu se compose des éléments suivants :

- Un ensemble de joueurs.
- Les règles du jeu : ce sont les actions dans lequel des individus peuvent entreprendre.
- La stratégie des joueurs : l'ensemble des possibilités offertes à chacun des joueurs.

Ces stratégies peuvent être pures ou mixtes.

a) Les stratégies pures : selon Umbhaeur. J (2002)<sup>4</sup>, « *la stratégie pure est un plan d'action qui spécifie une action de ce joueur à chacun de ses éventuels tours de jeu* ».

b) Les stratégies mixtes : constituent les stratégies pures auxquelles on attribue des probabilités.

- les paiements associés à chaque issue du jeu.
- L'information dont disposent les joueurs est une donnée fondamentale de toute interaction stratégique.

### **2-Les formes du jeu :**

Les règles du jeu peuvent être représentées sous la forme normale (une matrice), ou sous la forme extensive (un arbre).

---

<sup>1</sup>Yildizoglu. M (2003), « Introduction à la théorie de jeux », Edition Dunod collection, Eco-Sup, p4.

<sup>2</sup>Guerrien.B (2002), « La théorie des jeux », 3<sup>ème</sup> édition Economica, Paris, p7.

<sup>3</sup>Perard. T (2004), « La théorie des jeux et les outils d'analyse des comportements stratégiques », université de RENNE I, CREM, p02.

<sup>4</sup>Umbhaeur. J (2002), op. Cit, p25.

a) La forme extensive :

Selon Selten (1975), la forme extensive consiste à représenter un arbre et les différentes décisions possibles. Cette forme est une présentation graphique qui fait appel aux probabilités (l'arbre de Kuhn).

b) La forme normale :

Cette forme est une matrice qui représente les stratégies jouées par chaque joueur, ainsi les utilités réalisées par ces stratégies jouées. Cette forme réduit la taille de représentation graphique (l'arbre de décision) .la forme normale est représentée sous forme de matrice appelée la « *matrice de paiement* ».

### **3-Les types de jeu :**

La théorie des jeux a permis de ressortir plusieurs types de jeux :

Selon Shmidt.C (2001), les jeux peuvent avoir une information parfaite ou imparfaite<sup>1</sup>.

- a) Les jeux à information imparfaite : lorsque l'un des joueurs ne connaît pas certaines actions jouées en amont.
- b) Les jeux à information parfaite : lorsque un joueur connaît exactement le jeu, et les coûts joués précédemment par lui, ainsi que par les autres joueurs.
- c) Les jeux à information complète : lorsque chaque joueur connaît les caractéristiques du jeu et toutes les éventualités possibles, la structure du jeu, et l'ensemble des choix des autres joueurs.
- d) Les jeux à information incomplète : lorsque l'un des joueurs peut ignorer les gains de certains joueurs et les éventualités possibles<sup>2</sup>.
- e) Les jeux coopératifs : lorsque les joueurs peuvent communiquer entre eux, et passer des accords sous forme d'un contrat, ils forment une coalition afin de maximiser l'intérêt général.
- f) Les jeux non coopératifs : selon Yildizoglu. M (2010)<sup>3</sup>, « *les jeux non coopératifs sont définis par des situations d'interaction entre individus libres dans leurs choix, ces individus ne communiquent pas avant le jeu* ». Dans ce type de

---

<sup>1</sup>Shmidt.C (2001), « Théorie des jeux, essai d'interprétation », Revue Economie et Institutions, n° 2 /2003, p33.

<sup>2</sup> Umbhaeur. J (2002), op.cit, p25.

<sup>3</sup>Yildizoglu. M (2010), « Introduction à la théorie des jeux manuel et exercices corrigés », 2<sup>ème</sup> édition Dunod, p35.

jeux ; les joueurs agissent selon le principe de rationalité économique (chacun cherche à maximiser son utilité).

g) Les jeux statiques : historiquement, la théorie des jeux est une théorie des jeux statiques jusqu'aux années 1970<sup>1</sup>. Les jeux statiques se déroulent en une seule fois, en ignorant la dimension du temps.

h) Les jeux dynamiques : selon Gliz (2010)<sup>2</sup>, les jeux dynamiques tiennent compte de la dimension du temps et peuvent être des jeux répétés ou des jeux séquentiels.

i) Les jeux répétés : les joueurs connaissent les résultats et les conditions du jeu, et ne les modifient pas au cours du temps. Ce type de jeu peut être considéré comme des jeux dynamiques.

j) Les jeux à somme nulle : lorsque la somme des gains des joueurs est constante ; ce que l'un des joueurs gagne, et nécessairement perdu par l'autre (comme le jeu d'échec), si le jeu est à somme nulle chaque cellule de matrice contient une seule valeur (ce que gagne un joueur est perdu par l'autre).

### **4-L'équilibre du jeu :**

a) L'équilibre dans les jeux non coopératifs à information complète :

La solution du jeu non coopératif a été proposée par Nash. J (1951) prix Nobel d'économie. L'équilibre de Nash\* a généralisé le théorème de Minimax de Neumann. J.V et Morgenstern. O .Cet équilibre est caractérisé par l'issue « logique » et le comportement rationnel des joueurs.

L'équilibre de Nash correspond à une situation dans laquelle les joueurs connaissent leurs stratégies réciproques. Dans cet équilibre il y'a une absence de regret, et aucun joueur ne souhaite modifier sa stratégie. L'équilibre de Nash constitue une condition minimale de rationalité individuelle.

Lorsque tous les joueurs peuvent observer un même événement aléatoire, ils peuvent s'accorder d'un équilibre corrélé.

---

<sup>1</sup>Marce.A (2011), « La théorie des jeux », mémoire de master, université Montpellier, faculté de droit du marché, p14.

\*Equilibre de Nash : une combinaison de stratégie (un par joueur) si aucun joueur ne peut augmenter les gains par un changement unilatéral de stratégie.

<sup>2</sup> Gliz. A (2010), « Théorie des jeux et économie de l'information », Notes de cours. Ecole Supérieure de Commerce, Algérie.

## Chapitre I : la relation propriétaires/ dirigeants : fondements théoriques

La théorie des jeux coopératifs qui insiste sur l'équilibre de coalition et d'entente, à laisser progressivement place à la théorie des jeux non coopératifs ; un des problèmes les plus intéressants posé par la théorie des jeux non coopératifs est celui de l'émergence de la coopération à partir des comportements égoïstes. Le célèbre jeu du « dilemme du prisonnier » est une illustration de ce problème.

Dans le cas général, le dilemme du prisonnier introduit par Merrill Flood et Dresher (1952), décrit une configuration, où deux prisonniers ont commis un délit et sont incarcérés séparément.

L'alternative pour chacun est de dénoncer ou de ne pas dénoncer son compagnon, si personne ne parle, ils sont libérés. Si chacun accuse l'autre, ils bénéficieront d'une remise de peine, si l'un dénonce son complice alors que l'autre se tait, le premier est relaxé et l'autre écope du maximum.

Ce jeu peut être modélisé de la façon suivante :

**Tableau N°1-4 : Le dilemme du prisonnier**

	<b>B se tait</b>	<b>B dénonce A</b>
<b>A se tait</b>	Situation 1 (0, 0)	Situation 2 (-4, +2)
<b>A dénonce B</b>	Situation 3 (+2, -4)	Situation 4 (-1, -1)

Source : Souterain. J. F, et Farcet .P (2007), op.cit, p 205.

- 1- Si les deux prisonniers se taisent (situation 1), ils sont libérés.
- 2- S'ils se dénoncent mutuellement (situation 4), ils encourent une légère peine (-1).
- 3- Si l'un des joueurs se tait et il est dénoncé par l'autre (situation 2 et 3), il subit une forte sanction (-4), alors que le dénonciateur est libre.

Nous constatons que pour A, quoi que fasse B son gain sur la 2<sup>ème</sup> ligne est toujours supérieur à la 1<sup>ère</sup> ligne (de même pour B).

Donc quoi que fasse l'autre, mieux vaut le dénoncer que se taire. Cette stratégie est dite dominante.

Le dilemme du prisonnier montre que le choix individuel parfaitement rationnel ne garantit pas le meilleur résultat possible, l'hypothèse de rationalité absolue des acteurs ne permet pas donc de garantir que le résultat de leurs choix sera optimal<sup>1</sup>.

La remise en cause de l'hypothèse de rationalité absolue des acteurs est à l'origine d'un véritable changement de paradigme. Le principal artisan de ce changement est Herbert Simon (1978, prix Nobel d'économie) ; par son hypothèse de rationalité limitée dans l'impossibilité de trouver une solution parfaite<sup>2</sup>.

Aumann a introduit une reformulation des probabilités dans les jeux non coopératifs en termes de croyance des joueurs, en passant du concept de solution avec l'équilibre corrélé (Aumann 1987), par une recherche d'une corrélation des choix stratégiques des joueurs à partir d'une analyse de leurs croyances.

L'équilibre corrélé cherche la coordination des agents (une stratégie corrélé est une distribution de probabilité sur les profits possibles).

Schelling (1996)<sup>3</sup>, s'éloigne de la solution du jeu donnée par Aumann pour corréler les stratégies des joueurs. Cet auteur propose deux équilibres de Nash, il s'agit de trouver un signal, par des « point focaux », qui rendent possible la coordination stratégique sur l'un des deux équilibres.

### b) L'équilibre dans les jeux non coopératifs à information incomplète :

Le jeu est à information incomplète, lorsque chaque joueur ne connaît pas la structure du jeu, dont les joueurs ne peuvent pas agir rationnellement. Ce problème d'incomplétude peut être corrigé par un équilibre appelé « *Equilibre de Nash bayésien* », ou par l'équilibre proposé par Harsanyi.

Harsanyi .J,a résolu le problème d'incomplétude d'information par la transformation des jeux à information incomplète à des jeux à information imparfaite, par l'introduction d'un acteur particulier appelé « *nature* » (c'est-à-dire les valeurs qui représentent les attributs de chaque joueurs) , et la nature joue en premier, en faisant appel au calcul de probabilité.

---

<sup>1</sup>Shmidt.C (2006), « Deux prix Nobel pour la théorie des jeux », Revue d'Economie Politique, 2/2006, vol (116), p20.

<sup>2</sup> Shmidt.C (2006), op. cit, p 21.

<sup>3</sup>Schelling .T (1986), « Stratégie du conflit », PUF, 1986. Traduction française de The Strategy of conflict, 1960, révisé (faiblement) en 1980. Préface de l'auteur de 1980, p4.

L'équilibre de Nash Bayésien a corrigé l'incomplétude d'information par la notion de stratégie contingente.

Selon Eber.N<sup>1</sup>, « *l'équilibre Bayésien est un ensemble des stratégies contingentes aux types, une par joueur, chaque joueur maximise son espérance de gain étant donnée les stratégies contingentes aux types des joueurs et les distributions de probabilité sur les types de ces autres joueurs* ».

Dans les jeux séquentiels avec information incomplète, la résolution du jeu est la même pour les jeux statiques, en introduisant le joueur fictif « *la nature* ».

La théorie des jeux à information incomplète permet de mieux comprendre le contexte de l'économie actuelle. De ce fait la théorie des jeux a été appliquée dans la résolution du problème principal/ agent, car les agents disposent d'information non observable par le principal.

Selon Myerson .R.B (1982)<sup>2</sup>, il est possible pour le principal de se faire une coordination directe avec l'agent. Ce principal recommande des actions qui forment un équilibre corrélé particulier (cet auteur s'inspire de l'approche Bayésienne).

Selon Thaker (1991), les modèles d'agence et les théories managériales peuvent s'apparenter à des jeux non coopératifs. Ces différentes approches vont rejeter le modèle néo-classique traditionnel, où l'existence d'un « commissaire-priseur » permettrait de coordonner les décisions individuelles des agents.

---

<sup>1</sup>Eber. N (2004), « Théorie des jeux », Edition Dunod, Paris, p13.

<sup>2</sup>Myerson. R.B (1982), « Optimal coordination mechanisms in generalized principal- agent problems», Journal Of Mathematical Economics, N°10, p3.

### **Section 3 : l'asymétrie d'information et enracinement des dirigeants :**

Dans une relation contractuelle, chacun des contractants a tendance à manipuler l'information de telle sorte qu'il tire un maximum d'avantage du contrat. Cette situation de déséquilibre de l'information est appelée asymétrie de l'information. Cette asymétrie utilisée par le dirigeant qui dispose d'un avantage informationnel par rapport à l'actionnaire lui permet de se pérenniser à la tête de l'entreprise. On dira alors que le dirigeant cherche à s'enraciner à la tête de l'entreprise.

#### **I-La théorie de l'asymétrie d'information :**

La notion d'asymétrie d'information apparaît dans la théorie économique avec l'article fondateur d'Akerlof (1970) sur les voitures d'occasion.

L'asymétrie d'information analyse les comportements et les situations dans l'économie de marché.

Sur un marché, un des acteurs dispose d'une meilleure information (qualité du produit, travail fourni...), cela contredit l'hypothèse de transparence de l'information du modèle de concurrence pure et parfaite.

Les individus rationnels qui maximisent leurs utilités sont prêts à avoir des comportements opportunistes. Les acteurs dans l'entreprise disposent de différentes qualités d'informations compte tenu de leur spécificité, et leur technicité ou de leur fiabilité.

##### a) la spécificité de l'information :

On parle d'une information spécifique lorsqu'elle nécessite des connaissances particulières (la disposition d'information particulières sur l'environnement). La spécificité de l'information augmente la difficulté du contrôle.

##### b) la complexité de l'information :

L'information est complexe lorsqu'elle n'est pas exploitable par de nombreux acteurs et elle nécessite des traitements importants, l'exemple des informations comptables concernant les résultats de l'entreprise.

Les dirigeants peuvent réaliser des opérations qu'ils dirigent pour accroître la complexité de l'information afin de réduire le contrôle du conseil d'administration ou les parties prenantes.

### c) La fiabilité de l'information :

L'information est fiable lorsque le dirigeant connaît la source de cette information, et lorsque son degré d'incertitude dépend de l'expérience du dirigeant.

L'asymétrie d'information est un élément de contrôle des actions de l'agent. L'acquisition d'information est coûteuse pour les agents. L'intérêt de ces derniers, dépend du rapport entre le coût de l'information et l'avantage qu'elle peut procurer.

Nous pouvons distinguer trois modèles d'information asymétrique :

#### a) le modèle de sélection adverse (l'anti sélection) :

Le problème de la sélection adverse se déclare au moment de la signature du contrat (ex-ante), lorsque les acheteurs observent imparfaitement la qualité des biens, les vendeurs ont intérêt à surestimer la qualité de leurs produits afin de les vendre au prix le plus élevé possible.

Les acheteurs ne peuvent pas avoir confiance aux déclarations des vendeurs. Le prix n'est plus un parfait signal de la valeur du bien, puisque pour un même prix, on peut obtenir des biens de qualité différente. Le prix ne peut plus jouer son rôle d'information.

Akerlof, prix Nobel (2002) dans son article célèbre « *the market for Lemons : quality uncertainty and the market mechanisms* », cet auteur a démontré que le prix n'est pas nécessairement synonyme de qualité.

Akerlof. G.A<sup>1</sup>, a pris l'exemple d'un marché de cent voitures d'occasion, où cinquante sont des modèles de mauvaise qualité (Lemons) et cinquante sont des modèles de bonne qualité.

La question qui se pose : qui connaît la qualité exacte du modèle proposé ? Certainement pas l'acheteur, seul le propriétaire dispose de l'information. L'asymétrie d'information est totale. La deuxième question qui se pose : quelle sera le prix du marché ?

Tous pensent que le propriétaire du mauvais modèle est prêt à vendre la voiture beaucoup moins chère que le propriétaire d'une voiture de bonne qualité. Par contre, que se passe-t-il si l'acheteur est incapable d'estimer la qualité du modèle proposé? Akerlof répond à cette question, en proposant un prix unique qui pourrait être un prix moyen. Les propriétaires des modèles de bonne qualité se retirent du marché, le prix moyen du marché étant trop faible,

---

<sup>1</sup> Akerlof .G.A (1970), « The market for "Lemons": Quality uncertainty and the market Mechanism», the Quarterly Journal of Economics, Vol 84, N°3, pp 489-492.



c'est ce qu'on appelle l'anti sélection ou sélection adverse « les mauvais produits chassent les bons produits ».

Akerlof s'est inspiré du modèle néoclassique de concurrence pure et parfaite pour en montrer ces limites, cet auteur s'est concentré sur les asymétries d'information entre offreurs et demandeurs et sur leurs conséquences.

Selon cet auteur, « *l'asymétrie d'information entre vendeurs et acheteurs amène les premiers à garder les bon produits et sélectionner les mauvais pour les vendre. Le vendeur qui est le seul à posséder l'information peut vendre les mauvais produits au même prix que les bons, donc le marché fait une sélection adverse* »<sup>1</sup>.

L'asymétrie d'information peut déboucher sur la disparition du marché et la rigidité des prix. Selon Akerlof, pour contourner les effets pervers des asymétries d'informations, il faut parvenir à produire et diffuser de l'information (interventions, label, diplôme...).

### b) L'aléa moral :

L'aléa moral est l'opportunisme d'un individu qui détient une information que les autres n'ont pas. L'asymétrie d'information sur les marchés financiers a été la source des deux voies de recherche ; Bhattacharya (1976), Ross (1977), Leland et Pyle (1977), préoccupée par les asymétries d'informations existantes entre les investisseurs et entrepreneurs en utilisant la théorie des signaux.

Selon ces auteurs, « *la résolution de l'asymétrie d'information est l'utilisation des variables du marché des dividendes qui permettent aux agents non informés d'obtenir des informations par la valeur du projet* »<sup>2</sup>.

La deuxième source de recherche été menée par Grossman .S (1976)<sup>3</sup>.Cet auteur a étudié l'asymétrie d'information entre investisseurs. Selon cet auteur, la résolution de l'asymétrie d'information est le prix d'un titre financier ; l'agent qui détient l'information sur la valeur d'un actif cherche à profiter de cette information en plaçant des ordres d'achats.

Si les agents non informés anticipent entre le prix et l'information, ils peuvent ainsi faire des inférences sur l'information privée.

---

<sup>1</sup>Ghertman. M (2003), op.cit, p 07.

<sup>2</sup> Biaï.B, Faucault.T (1993), « Asymétrie d'information et marché financiers une synthèse de la littérature récente », l'Actualité Economique, Vol 69, n°1, p43.

<sup>3</sup>Grossman.S (1976), « On the efficiency of competitive stock markets where trades have diverse information », The journal of Finance, vol31, N°2, P580.

Grossman et Stiglitz(1980), montrent que l'acquisition d'information coûteuse indique que le prix d'équilibre n'est pas parfaitement révélateur.

Kyle (1985), Gale et Hellwig (1989), Laffont et Meskin (1990)<sup>1</sup>, abandonnent l'hypothèse d'un comportement concurrentiel des agents informés. Les travaux de Kyle montrent que les agents informés sont conscients de leurs impacts sur les prix.

Laffont et Meskin (1990), montrent que lorsque les agents informés ont un comportement non concurrentiel, ils obtiennent un équilibre dans lequel toute information de l'agent est révélée par le prix d'équilibre.

Selon Galbraith (2004) (la *technostructure*), « *les individus qui détiennent une grande partie du pouvoir dans l'entreprise, c'est ceux qui fournissent des connaissances spécialisées, selon cet auteur le rôle croissant de la technostructure devait réduire le pouvoir des actionnaires* »<sup>2</sup>.

### c) Les modèles de signalisation :

Il existe deux types de modèles de signalisation, le premier avec coûts directs de signalisation et le deuxième sans coûts directs de signalisation.

- Dans le modèle avec coûts directs de signalisation : Ces coûts affectent directement la rémunération des dirigeants et les revenus des actionnaires.
- Le deuxième modèle suppose que la richesse des actionnaires est affectée en raison du lien entre la valeur boursière et la qualité des signaux.

### • Le modèle de Bhattacharya (1979)<sup>3</sup> :

Cet auteur est le premier qui a étudié les mécanismes de signalisation par les dividendes. Selon cet auteur la distribution des dividendes permet aux investisseurs de fixer la valeur de la firme, et les dirigeants de l'entreprise sont amenés à déterminer le niveau des dividendes qui maximise la valeur de l'entreprise.

Ce modèle essaye d'éliminer les problèmes d'asymétrie d'information, car cet auteur suppose que le taux de distribution des dividendes doit être proche de 100 %. Ce modèle est

---

<sup>1</sup> Laffont. J et Maskin .E.S (1990), « The Efficient Market Hypothesis and insider trading on the stock market», The Journal of Political Economy, Vol 98, Issue 1, p71.

<sup>2</sup> Chouekan. O (2015), « Géographie du capital et contrôle des grandes entreprises au Cameroun ; impact du contexte socio-politique et culturel », thèse de doctorat, université de Bordeaux, p 49.

<sup>3</sup> Bhattacharya. S (1979), « Imperfect information dividend policy and the bird in the hand fallacy », Belle Journal of Economics, Vol 43, p263.

irréaliste car cet auteur suppose que les entreprises empruntent pour payer des dividendes supérieurs au montant des résultats réalisés. Alors Il sera préférable pour les entreprises de garder une grande partie des bénéfices dans des réserves afin de faire face aux risques et de distribuer le reste aux actionnaires, car plus l'entreprise est risquée, moins elle distribue des dividendes.

- Le modèle de John et Williams(1985)<sup>1</sup> :

Ce modèle suppose que lorsque les entreprises ont besoin des fonds pour financer leurs projets d'investissements, elles peuvent soit émettre des actions, soit en racheter moins.

Ces auteurs supposent que les rachats d'actions des entreprises ne permettent pas d'émettre un signal fort. Pour cette raison, les entreprises utilisent la distribution des dividendes au lieu des rachats d'actions.

- Le modèle de Miller et Rock (1985)<sup>2</sup> :

Miller et Rock ont supposé un modèle sans coûts directs de signalisation. Les résultats affirment que la valeur de l'action est indépendante des dividendes. Ces auteurs se basent sur l'hypothèse qui stipule que les entreprises, pour augmenter les dividendes doivent réduire les montants des investissements.

Ce modèle n'a pas pris en compte les impôts où les dividendes ne restent plus le meilleur instrument de signalisation. On fait donc recours aux rachats d'actions qui permettent d'atteindre le même objectif, mais avec un coût faible.

### **II- La théorie de l'enracinement des dirigeants:**

Depuis les travaux de Berl et Means (1932) sur la séparation entre la fonction de propriété et de décisions au sein des firmes, différents travaux se sont intéressés aux mécanismes régissant la relation actionnaires / dirigeants.

La théorie de l'agence (Jensen et Meckling 1976, Fama 1980, Fama et Jensen 1983), a proposé des mécanismes de contrôle et d'incitation permettant d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires.

---

<sup>1</sup> John. K. et Williams. J (1985), « Dividend distribution and taxes : A signaling equilibrium », Journal of Finance, Vol 40, N° 4, September, p 1055.

<sup>2</sup> Miller. M et Rock. R (1985), « Dividend policy and asymmetric information », Journal of Finance, Vol 40, N° 4, p 1039.

## Chapitre I : la relation propriétaires/ dirigeants : fondements théoriques

---

La théorie des coûts de transaction (Williamson. O ; 1985), « *explique que les relations contractuelles au sein des firmes peuvent déclencher des coûts de transaction* ».... « *La théorie de l'enracinement s'intéresse à l'opportunisme des dirigeants, et suppose que les mécanismes de contrôle et d'incitation qui sont proposés par la théorie de l'agence ne sont pas toujours suffisants pour contraindre les managers à gérer la firme conformément à l'intérêt des actionnaires* »<sup>1</sup>.

L'enracinement du dirigeant est une réaction aux mécanismes de contrôle.

Selon Walsh et Seward (1990)<sup>2</sup>, les mécanismes du contrôle externe (le marché des biens et services, le marché financier, le marché de travail, l'environnement légal et réglementaire et les organisations financières) ne se déclenchent que si les mécanismes de contrôle interne (le contrôle des actionnaires, la surveillance mutuelle entre dirigeant, le contrôle par les salariés et le conseil d'administration) s'avèrent inefficients pour contrôler le dirigeant, car les stratégies d'enracinement ont pour objectif de neutraliser en premier le contrôle interne, et en second lieu le contrôle externe, en utilisant des investissements qui valorisent le capital humain du dirigeant.

Selon la théorie des coûts de transaction et la théorie de l'agence, l'organisation est définie comme un nœud de contrat entre différents acteurs qui doivent minimiser les coûts de transaction ou les coûts d'agence. La théorie de l'enracinement se place dans le cadre de la littérature sur la relation propriétaires/dirigeants. Cette théorie tente d'expliquer pourquoi les acteurs inefficients continuent d'exister sur des marchés concurrentiels<sup>3</sup>.

Shleifer et Vishny (1989) sont considérés comme les pionniers de la théorie de l'enracinement, ils considèrent que les dirigeants ont la possibilité de contourner les mécanismes de la théorie de l'agence et les coûts de transaction. Selon ces auteurs « *les dirigeants qui cherchent à maximiser la valeur de leurs capital ne resteraient pas passif face aux différents mécanismes disciplinaires* »<sup>4</sup> ..... « *Ils cherchaient ainsi à s'enraciner en*

---

<sup>1</sup> Gharbi. H (2004), « Vers une nouvelle typologie de l'enracinement des dirigeants », 13<sup>ème</sup> conférence de l'Aims, Normande, Vallée de seine, 2, 3,4, p2.

<sup>2</sup> Walsh. J. P. et Seward. J.K. (1990), « On the efficiency of internal and external corporate control mechanism », Academy of Management Review, Vol 15, p 430.

<sup>3</sup> Alexandre.H, Paquerot.M (2000), « Efficacité des structure de contrôle et enracinement des dirigeants », France Contrôle Stratégie, volume3, N° 2, p8.

<sup>4</sup> Charreaux. G et Désbrières. P (1997), « Le point de vue sur le gouvernement des entreprises », Fargo, p6.

## Chapitre I : la relation propriétaires/ dirigeants : fondements théoriques

---

*réalisant des investissements spécifiques, ou certaines opérations de croissance ou des investissements en recherche du développement »<sup>1</sup>.*

Shleifer, Vishny et Morck, « *supposent que les stratégies d'enracinement des dirigeants peuvent être réalisées grâce à des investissements spécifiques* »<sup>2</sup>.

L'enracinement des dirigeants est l'acte qui traduit la volonté du dirigeant de s'affranchir du contrôle des actionnaires en vue de conserver sa position et de maximiser ses rentes.

- Les dirigeants développent des stratégies qui leur permettent d'augmenter leurs pouvoirs sur les actionnaires. Les dirigeants bénéficient d'une asymétrie d'information qui leur permet de prendre les décisions qui renforcent leurs positions.

Pour s'enraciner les dirigeants rendent leurs remplacements coûteux pour l'organisation (la firme) ce qui leur permet d'augmenter leurs pouvoirs.

- Les dirigeants peuvent utiliser les ressources de l'entreprise pour s'enraciner et augmenter leurs pouvoirs et les différents avantages qu'ils perçoivent (liberté d'action, sécurité d'emploi, rémunération).
- Les dirigeants peuvent également utiliser également la politique d'investissement dans les secteurs spécifiques pour s'enraciner.

La théorie de l'enracinement explique comment des acteurs peuvent utiliser des mécanismes efficaces pour s'enraciner dans leurs fonctions.

Selon Stiglitz et Eldin(1992), « *les dirigeants peuvent utiliser l'asymétrie d'information avec les différents partenaires pour s'enraciner dans la direction de l'entreprise* ».<sup>3</sup>

Selon Charreaux.G (1997), « *les dirigeants utilisent les moyens à leur disposition (leur capital humain et les actifs de l'entreprise) pour s'enraciner* »<sup>4</sup>.

Selon la théorie de l'agence plusieurs facteurs ont une influence sur les systèmes de contrôle de la gestion, notamment la compétence des contrôleurs. La théorie de l'enracinement s'intéresse à l'indépendance des contrôleurs à l'égard des dirigeants.

Selon Alexandre et Paquerot (2009), « *la différence entre la théorie des coûts de transaction, la théorie de l'agence et la théorie de l'enracinement est l'hypothèse de la compétence des contrôleurs* »<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Shleifer .A , Vishny (1989) , « Entrenchment the case of manager specific investissement », Management journal of Financial Economics, N° 25, p 125.

<sup>2</sup>Paquerot.M (1996), op .cit, p44.

<sup>3</sup> Alexandre .H, Paquerot.M (2000), op. cit, p8.

<sup>4</sup>Alexandre .H, Paquerot.M (2000), op.cit, p9.

Selon Eliasson (1990), « *les dirigeants utilisent des compétences particulières, pour créer des rentes* »<sup>2</sup>.

Selon Hill et Jones (1992), « *la théorie de l'enracinement montre comment des acteurs qui ne sont pas efficaces continuent d'exister sur des marchés concurrentiels* »<sup>3</sup>.

La définition de l'enracinement proposée par la majorité des auteurs est la recherche de l'intérêt personnel au détriment des intérêts des actionnaires. Selon cette théorie de l'enracinement trois éléments constituent les facteurs d'efficacité des formes organisationnelles :

- **La compétence des contrôleurs :**

Selon Pfeffer.J et Salancik.G.R (1978), « *la compétence des contrôleurs concerne la capacité d'acquérir de l'information à travers une connaissance particulière de l'environnement* »<sup>4</sup>.

La position stratégique des dirigeants dans l'entreprise leur permet de disposer d'un meilleur accès à l'information et de la contrôler.

Selon la théorie de l'enracinement, les agents peuvent disposer des compétences particulières pour obtenir de l'information sur l'entreprise, son environnement et ses acteurs.

- **La motivation des contrôleurs :**

Selon la théorie de l'agence et les coûts de transaction, les agents chargés du contrôle ne sont pas incité à exercer leurs fonctions s'ils ont la possibilité de réduire leurs coûts, mais selon la théorie de l'enracinement l'analyse dans ce cas n'est pas complète. Selon cette théorie il existe d'autres formes d'opportunisme des contrôleurs, telles que les possibilités de collusion avec des dirigeants. Cette collusion pour l'obtention des ressources (information, actifs) peut analyser les systèmes de contrôle<sup>5</sup>.

---

<sup>1</sup>Alexandre .H, Paquerot.M (2000), op.cit, p10.

<sup>2</sup>Charreaux. G (1992), « Modes de contrôle des dirigeants et performances des firmes », Revue d'Economie Industrielle, n° spécial, Economie Industrielle, p 06.

<sup>3</sup> Ghermazi .A (2006), « Enracinement des dirigeants, cas de la Tunisie », Association Francophone de Comptabilité, Tunis, P3.

<sup>4</sup> Alexandre H, Paquerot.M (2000), Ibid.

<sup>5</sup> Alexandre .H, Paquerot.M (2000), op.cit, p11.

- **L'indépendance des contrôleurs** :

L'indépendance des contrôleurs à l'égard des dirigeants conditionne l'application de sanction en cas de comportements déviants. Les moyens dont disposent les dirigeants peuvent paralyser les systèmes de contrôle en augmentant l'indépendance des différents partenaires à leurs égards.

Selon Shleifer et Vishny (1989), Stiglitz (1992), *«la complémentarité entre le capital humain, et les actifs de la firme permet aux dirigeants de limiter le risque de leur licenciement»*<sup>1</sup>.

Selon Pigé.B (1998), *«l'enracinement est un ensemble de stratégies mises en œuvre par le dirigeant pour se rendre indispensable»*<sup>2</sup>.

Pour le dirigeant l'enracinement correspond à :

- la conservation de sa position.
- Accroître sa liberté d'action.
- Augmenter sa rémunération.

Mais l'enracinement à l'égard des actionnaires entraîne des coûts plus élevés.

### **1- Les stratégies d'enracinement** :

Selon Morck, Shleifer et Vishny, les dirigeants souhaitent s'enraciner par ;

#### a)Les investissements spécifiques :

Pour le dirigeant un investissement est dit spécifique, quand il subit une perte de valeur pour la firme en cas de son licenciement<sup>3</sup>.

Shleifer et Vishny supposent que les dirigeants peuvent s'enraciner en réalisant des investissements spécifiques qui rendent leurs remplacements coûteux pour les actionnaires.

Le dirigeant réalise des investissements spécifiques ou opportunistes pour transférer ses relations de pouvoir avec les actionnaires et les partenaires de l'entreprise, dans ce cas, le dirigeant s'enracine de plus en plus.

Boot (1992), *«montre que les entreprises ayant des actifs spécifiques font l'objet de moins de prise de contrôle»*<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup>Alexandre .H, Paquerot.M (2000), op. cit, p12.

<sup>2</sup> Pigé.B (1998), « Enracinement des dirigeants et richesse des actionnaires », Finance Contrôle Stratégie, volume1, N°3, septembre, p133.

<sup>3</sup> Ghermazi. A (2006), op. cit, p3.

<sup>4</sup>Ghermazi. A (2006), op. cit, p4.

## Chapitre I : la relation propriétaires/ dirigeants : fondements théoriques

---

Les investissements spécifiques peuvent être de la façon suivante :

- Les investissements par diversification : le dirigeant cherche à réduire le risque par la diversification des activités de l'entreprise.

La diversification des investissements est opérée lorsque le dirigeant à un remplacement concurrent qui rend l'entreprise plus efficace.

- Les investissements de croissance : selon Shleifer et Vishny, «*le dirigeant cherche une croissance par la disposition de savoir-faire comme moyen d'enracinement* »<sup>1</sup>.

Cette croissance permet au dirigeant d'augmenter les écarts du profit par rapport aux équipes concurrentes. Plus l'écart est important, plus le dirigeant s'enracine.

Selon Charreaux. G (1997), pour s'enraciner les dirigeants effectuent des contacts implicites avec l'ensemble des parties prenantes.

Pour s'enraciner le dirigeant essaye d'obtenir le soutien de ses cadres et à leur faire des promesses de promotion.

- L'achat de rentabilité : le dirigeant tente d'acquérir des firmes performantes pour améliorer la rentabilité, sa réputation et s'enraciner.

### b) La manipulation de l'information par les dirigeants :

Selon Stiglitz et Eldin (1992), les dirigeants peuvent utiliser l'asymétrie d'information avec les différents partenaires de la firme pour éviter leurs contrôles. Ces auteurs ont remarqué que les dirigeants cherchent à maximiser leurs revenus par l'avantage informationnel.

Selon Paquerot.M (1997), Rose et Shepard (1997), «*les dirigeants peuvent rendre l'information très complexe en favorisant la croissance de l'entreprise* »<sup>2</sup>.

Selon Charreaux .G (1997), «*les dirigeants peuvent rendre l'information très complexe par la modification des structures de l'entreprise ou par le développement des contacts implicites avec les partenaires* »<sup>3</sup>.

Selon Hirshleifer (1993), «*le dirigeant peut manipuler l'information par l'amélioration des indicateurs de performance* ».<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup>Paquerot .M (1996), op. Cit, p58.

<sup>2</sup>Ghermazi. A (2000), Ibid.

<sup>3</sup> Ghermazi. A (2000), Ibid.

<sup>4</sup> Ghermazi. A (2000), Ibid.



### c) les réseaux relationnels :

Pour s'enraciner, le dirigeant cherche à tisser des relations pour renforcer sa position dans l'entreprise. De ce fait le dirigeant se base sur des contacts implicites ou explicites avec les différents partenaires de la firme.

Selon Charreaux .G (1997), l'idéal pour le dirigeant est d'établir des relations informelles basées sur sa réputation.

Selon Breton et Wintrobe (1982)<sup>1</sup>, « *le dirigeant essaye d'établir une relation basée sur la confiance et tisser un réseau relationnel avec les parties prenantes* ».

## 2- Les déterminants de l'enracinement des dirigeants :

L'enracinement des dirigeants dépend de multiples facteurs :

### a) La performance passée :

Un dirigeant ayant réalisé une bonne performance antérieure peut facilement renforcer ses réseaux relationnels.

### b) La durée de vie des fonctions du PDG :

Un PDG qui a obtenu son poste depuis de nombreuses années, peut obtenir des relations informelles fortes au sein de son entreprise.

### c) L'ancienneté du PDG :

Selon Breton et Wintrobe (1982), « *le dirigeant qui a une très forte ancienneté, à des relations informelles internes à l'entreprise. Son ancienneté lui confère un poids face aux actionnaires* »<sup>2</sup>.

### d) L'appartenance à un réseau relationnel externe :

Le niveau d'enracinement d'un dirigeant dépend positivement de son appartenance à un réseau relationnel externe susceptible de former un contrepoids au pouvoir des actionnaires.

---

<sup>1</sup> Breton. A et Wintrobe .R (1985), « The logic of bureaucratic conduct. An economic analysis of competition, exchange and efficiency in private and public organization », University Press, management Public, Vol 3, N° 3, p 158.

<sup>2</sup> Pigé.B (1998), op. cit, p 137.

### **3- Le cycle de vie des dirigeants :**

La stratégie de l'enracinement peut être décomposée en trois phases :

#### a) La phase de valorisation du dirigeant:

Cette phase concerne le dirigeant nouvellement nommé, qui peut être remplaçable par les équipes concurrentes sur le marché de travail. A ce niveau, le dirigeant dispose peu d'information spécifique et d'un pouvoir faible.

On peut parler d'un enracinement neutre lorsque, le dirigeant nouvellement nommé respecte les intérêts de la firme, en cherchant à se faire écouter et respecter. Dans cette phase, le dirigeant va essayer de créer des réseaux et des contacts informels.

#### b) La réduction des moyens de contrôle:

Dans cette phase le dirigeant doit réduire l'efficacité des contrôleurs exercée par des investissements contraires à la maximisation de la valeur de la firme, ou par l'asymétrie d'information avec les actionnaires, ou par la modification des structures.

Selon Paquerot (1997), le nombre de mandats cumulés par le dirigeant est important pour la poursuite de sa stratégie d'enracinement<sup>1</sup>.

Selon Charreaux et Désbrières (1998), le niveau d'enracinement du dirigeant dépend de son ancienneté au sein de la firme avant d'être nommé PDG, et de la durée de la fonction du PDG.

#### c) l'augmentation de la consommation:

Dans cette phase, le dirigeant essaie de modifier l'enracinement pour que le contrôle de sa gestion soit plus difficile.

Dans cette phase, le dirigeant crée des rentes qui lui permettent de se valoriser, en agissant sur l'information retenue.

L'enracinement au niveau de cette phase peut être qualifié d'enracinement défensif ou enracinement des fins de survie.

---

<sup>1</sup> Paquerot .M (1996), op.cit, p 59.

### 4) Les types d'enracinement des dirigeants :

Selon Gomez.p.Y (1996), il existe deux formes d'enracinement :<sup>1</sup>

- a) l'enracinement organisationnel : dans ce cas le dirigeant va orienter les investissements vers les domaines qu'il connaît le mieux, dans ce type d'enracinement le dirigeant à la volonté de construire des réseaux relationnels.
- b) L'enracinement marchand : cet enracinement est une forme d'opportunisme. Le dirigeant fait appel à son réseau externe.

Selon Pigé (1998), il existe deux types d'enracinement des dirigeants<sup>2</sup> :

- a) l'enracinement positif : dans ce type d'enracinement, le dirigeant à la volonté de construire des réseaux relationnels, le dirigeant profite à travers un meilleur climat social, d'une meilleure coordination interne et externe.
- b) l'enracinement négatif : le dirigeant maîtrise les mécanismes du contrôle interne, pour la recherche de son intérêt par la maximisation de la valeur du marché de l'entreprise.

Il existe d'autres types d'enracinement selon le cycle de vie des dirigeants :

- a) L'enracinement neutre : cet enracinement se fait au début du mandat, le dirigeant cherche à tisser des liens avec ses nouveaux partenaires.
- b) L'enracinement offensif : se fait au fur et à mesure de son mandat. dans ce type d'enracinement le dirigeant joue le rôle d'un « séducteur ».
- c) L'enracinement défensif : le dirigeant réagit lors de l'évolution de sa carrière.

### 5) L'impact de l'enracinement sur la performance :

Les auteurs qui ont contribué au développement de la théorie de l'enracinement présentent des effets contradictoires sur la performance de la firme.

Certains considèrent l'enracinement comme étant source d'inefficacité, d'autres auteurs ne voient pas nécessairement l'enracinement comme synonyme d'inefficacité.

Shleifer et Vishny (1989), Morck et Al (1990), Paquerot (1997), ont constaté que l'enracinement a des effets négatifs sur la richesse des actionnaires, car le dirigeant réalise des investissements qui satisfont ses propres intérêts qui sont différents des intérêts des parties prenantes.

---

<sup>1</sup>Gharbi .H (2004), op.cit, p15.

<sup>2</sup>Gharbi .H (2004), op.cit, p18.

Selon Paquerot .G (1996), « *l'enracinement est une source d'inefficacité sur la richesse des actionnaires* »<sup>1</sup>. La stratégie d'enracinement entraîne des coûts d'agence notamment des coûts de surveillance et des coûts d'opportunité.

Les coûts d'opportunité sont liés à l'écart qu'il existe entre la stratégie des dirigeants et celle qui maximiserait la richesse des actionnaires.

Les coûts des surveillances sont associés aux systèmes mis en place par les actionnaires pour inciter les dirigeants à gérer leurs intérêts.

Selon Hambrick (1995), Paquerot (1996), « *l'enracinement du dirigeant influence négativement la stabilité de la politique de dividende et la croissance de la firme* »<sup>2</sup>.

Selon Paquerot (1997), « *l'enracinement prend place dès que la performance de la firme baisse* ».<sup>3</sup>

L'approche de Castanias et Helfat est contradictoire de celle Shleifer, Vishny et Mork. Castanias et Helfat (1992) supposent que les conflits entre actionnaires et dirigeants peuvent être moins importants, car les compétences des dirigeants sont à l'origine des rentes managériales qu'ils dégagent. Selon ces auteurs le dirigeant qui dispose des compétences spécifiques et des compétences en gestion, utilise ses capacités spécifiques pour dégager des rentes. La rente dégagée par les dirigeants issus de performance prévenant de produits et service rares, de brevets ou de spécificité technologiques.

Castanias et Helfat considèrent que le marché des prises de contrôle peut permettre de sanctionner les dirigeants inefficients. Donc selon ces auteurs l'enracinement des dirigeants est favorable à la performance des entreprises car le dirigeant crée de la valeur pour l'entreprise s'il a la certitude qu'il restera dans son poste, et qu'il bénéficiera d'une partie de la rente qu'il contribue à créer. Ces auteurs précisent que la présence des dirigeants (PDG) au conseil d'administration est un moyen de préserver le capital humain spécifique (la dualité des fonctions).

Selon Pigé (1998), « *le dirigeant cherche à constituer des réseaux relationnels. L'entreprise bénéficie à travers un meilleur climat social, une grande productivité du personnel, et une meilleure coordination interne, donc le niveau d'enracinement dépend de la*

---

<sup>1</sup>Paquerot.M (1996), op. cit, p17.

<sup>2</sup> Pichard.Stamford.J.P (2000), « Légitimité et enracinement du dirigeant par le réseau des administrateurs », Finance Contrôle Stratégie, volume 3, N°4, p 155.

<sup>3</sup> Gharbi .H (2004), op.cit, p18.

*performance passée* »<sup>1</sup>. Selon cet auteur il existe un seuil d'enracinement à partir duquel les dirigeants d'entreprise ne cherchent plus à être performants. Cette tentation sera d'autant plus forte lorsque le dirigeant est proche de la fin de son mandat.

Zingales (2000) et Charreaux. G (2008), ont dépassé les analyses de Castanias et Helfat (1992). Ces auteurs montrent que la performance des entreprises dépend des compétences des dirigeants, cette approche montre que l'enracinement des dirigeants développe les compétences spécifiques de la firme ce qui entraîne des conséquences positives sur la performance de l'entreprise.

Hirshleifer (1993), Garvey et Swan (1994), Charreaux et Désbrières (1997), constatent que l'enracinement n'est pas synonyme d'inefficacité. Les stratégies d'enracinement des dirigeants paraissent avoir des effets contradictoires.

La majorité des travaux trouvent des résultats contradictoires sur les effets de la stratégie d'enracinement sur les intérêts des actionnaires.

Cette théorie a montré que l'enracinement du dirigeant dépend de :

- \* sa durée de mandat en tant que PDG.
- \* l'exercice de son réseau relationnel.
- \* la performance passée et l'ancienneté au sein de l'entreprise.

### **Synthèse des apports théoriques**

La théorie des coûts de transaction et la théorie de l'agence offrent un cadre théorique intéressant pour la théorie de l'enracinement des dirigeants.

Williamson .O, propose une comparaison entre la théorie des coûts de transaction et la théorie de l'agence, et insiste que ces deux approches ne sont pas opposées mais complémentaires. Williamson propose deux tableaux de synthèses. Paquerot a Mis en parallèle le cadre d'étude de la théorie de l'enracinement.

---

<sup>1</sup>Ghermazi .A (2006), op.cit, p8.

**Tableau N°1-5 : Synthèse des apports théoriques**

Les éléments d'étude	Théorie des coûts de transaction	Agence	Enracinement
Unité d'analyse	Transaction	Individu	Individu
Éléments explicatifs	La spécificité des actifs	Les coûts d'agence	-La spécificité des actifs. -L'asymétrie d'information.
Coûts étudiés	Coûts de dysfonctionnement	Perte résiduelle	-Perte résiduelle pour les actionnaires.
Mode de contrat	Ex-post	Ex-ante	-Structure ex-ante (mesures préventives) et structure ex-post (marché de l'emploi).
Source : Paquerot.M (1996), op.cit, p51.			

Le deuxième tableau compare les différentes approches concernant les éléments d'étude :

**Tableau N° 1-6 : Comparaison des éléments d'études des trois approches**

Les éléments d'études	Coûts de transaction	Agence	Enracinement
Firme	Structure organisationnelle	Nœud de contrat	Nœud de contrat
Agent	Rationalité limitée- opportunisme.	Risque moral	Opportunisme
Contact	Incomplet	Risque moral	Opportunisme
Source : Paquerot .M (1996), op. cit, p53.			

### **Conclusion**

Dans ce premier chapitre, nous avons essayé de présenter les principales approches qui traitent la relation entre le propriétaire et le dirigeant.

De même nous avons essayé de comprendre les sources de conflit d'intérêt entre actionnaire et dirigeants, en faisant recours aux données théoriques, en insistant sur la théorie de l'agence et la théorie de l'enracinement.

Nous avons commencé par la théorie des droits de propriété qui est à l'origine de la séparation entre la fonction du contrôle et la propriété.

Cette séparation entre ses deux fonctions entraîne des coûts de transaction (selon la théorie des coûts de transaction) et des coûts d'agence. De ce fait, selon la théorie de l'enracinement, le dirigeant va essayer de s'enraciner par la minimisation de ces coûts.

Enfin, la théorie des jeux nous a montré que la relation entre propriétaire et dirigeant, est un jeu non coopératif.

Les théories contractuelles dont les problèmes de l'efficacité sont des problèmes d'incitation et d'asymétrie d'information, conduisent à des systèmes de gouvernance disciplinaires des dirigeants.

Pour avoir, une idée plus claire sur ce concept, nous allons aborder dans le prochain chapitre les différents courants de la gouvernance d'entreprise qui sont basées sur la relation conflictuelle entre le propriétaire et le dirigeant.

# Chapitre II : la gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel



## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

### Introduction

La notion de la gouvernance, s'est constituée autour de plusieurs courants théoriques de l'économie de l'entreprise ; la théorie de l'agence, la théorie des coûts de transaction, la théorie des droits de propriété et la théorie de l'enracinement. La diversité de ces théories à générer des courants différents de la gouvernance des entreprises.

Le thème de la gouvernance des entreprises a pris une place importante dans les préoccupations des hommes politiques, des médias, et les chercheurs en sciences sociales, cette place s'est accrue à la suite des perturbations entraînées par les scandales financiers de cette décennie dans le monde (Enron, Worldcom, Parmalat...). Les travaux de Berl et Means (1932) sur les sociétés cotées montrent qu'il existe une séparation des fonctions de propriété et de décision. Depuis quelques années, la gouvernance des entreprises fait l'objet d'un grand nombre de travaux.

En effet, à la lumière de ces scandales récents, nous constatons que l'objectif d'optimiser la richesse des actionnaires ; est de mettre en place des mécanismes de gouvernance ayant pour vocation de discipliner les dirigeants et réduire les coûts d'agence.

L'objectif de ce chapitre, est de montrer le rôle principal de la gouvernance des entreprises. Nous allons présenter dans la première section les différentes définitions de la gouvernance, et ses principes.

Dans la deuxième section on va essayer de présenter les différents courants de la gouvernance et la nature des conflits contractuels. La troisième section sera consacrée à l'étude des mécanismes internes et externes de contrôle exercés par les actionnaires dans la réduction des comportements opportunistes des dirigeants.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

### **Section 1 : Gouvernance et principes de gouvernance d'entreprise :**

La gouvernance d'entreprise est une réponse à la liberté acquise par les managers. Profitant de la dispersion des actionnaires, les managers ont accru leurs pouvoirs au sein de l'entreprise. La gouvernance d'entreprise intervient par un certain nombre de principes et des règles pour limiter ce pouvoir.

#### **I- La gouvernance des entreprises :**

Le mot « *gouvernance* » trouve son origine dans la langue française au XII<sup>e</sup> siècle, cette notion signifiait : « *l'action de piloter quelque chose* »<sup>1</sup>. La gouvernance est exportée vers le monde Anglo- Saxon notamment aux États-Unis. La notion de la gouvernance a occupé une place dans l'analyse des politiques publiques et de la gestion.

Les conséquences de la séparation entre la fonction de propriété et de contrôle, depuis l'analyse de Berl et Means (1932), Plusieurs définitions ont été données au concept de gouvernance d'entreprise, nous citons les plus importantes :

Selon Pfeffer. J et Salancik (1978) qui sont les pionniers de la théorie de la dépendance, définissent l'organisation comme une coalition de ressources, ayant pour objectif la survie dans un environnement concurrentiel. En termes de gouvernance d'entreprise Pfeffer.J et Salancik.G.R, considèrent l'administrateur (dirigeant) comme une ressource, et une liaison entre l'entreprise et son environnement.

Selon Shleifer et Vishny (1997), « *la gouvernance des entreprises c'est le contrôle des actions de la direction par un système tiers* »<sup>2</sup>.

Selon Aoki (1994), « *la gouvernance d'entreprise représente un ensemble de mécanismes complémentaires pour le fonctionnement des différents marchés (financiers, travail, biens et services)* »<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Canet. R (2004), « Qu'est-ce que la gouvernance ? », Conférence de la chaire MCD, dans le cadre d'un séminaire : les nouveaux mondes de gouvernance et la place de la société civile, organisé par le service aux collectivités de L'UQAM, Montréal, p02.

<sup>2</sup> Canet. R (2004), op.cit, p03.

<sup>3</sup> Charreaux .G et Desbières. P (1997), op.cit., p 04.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

Selon Charreaux.G (1996)<sup>1</sup>, « *la gouvernance des entreprises est définies comme l'ensemble des mécanismes qui gouvernent les comportements des dirigeants et délimitent leurs attitudes discrétionnaires* ».

Selon Ranjan. R et Zingales. L (2000), « *la gouvernance des entreprises se définit comme l'ensemble des mécanismes d'allocation et d'exercices du pouvoir, ou de l'autorité hiérarchique* »<sup>2</sup>.

L'OCDE (2004) définit la gouvernance d'entreprise comme « *l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants* »<sup>3</sup>.

Selon Kooiman (1993), « *la gouvernance des entreprises est un modèle, ou une structure qui émerge dans un système socio-politique en tant que résultat commun de l'interaction de tous les acteurs en présence* »<sup>4</sup>.

Selon Gharbi (2005), « *la gouvernance des entreprises, est un ensemble de mécanismes de contrôle des dirigeants, afin de veiller à ce qu'il gèrent la firme conformément aux intérêts des actionnaires* »<sup>5</sup>.

Selon Martinet et Silem (2005), « *la gouvernance d'entreprise est un mécanisme de contrôle permettant d'orienter et d'évaluer la gestion d'une firme par ces dirigeants* »<sup>6</sup>.

Selon Rubinstein. M (2002), « *la gouvernance des entreprises est une dimension centrale de la structure des économies* »<sup>7</sup>.

Selon Hart. O (1995)<sup>8</sup>, « *l'objectif de la gouvernance des entreprises est de limiter l'autorité décisionnelle des dirigeants* ».

---

<sup>1</sup> Charreaux. G (1996a), « Vers une théorie de gouvernement des entreprises », IAE DIJON – CREGO, n° 9603, université de Bourgogne, p5.

<sup>2</sup> Charreaux. G (1996a), op.cit., p 6.

<sup>3</sup> Boutaleb.K (2008), « La problématique de la gouvernance d'entreprise en Algérie », université de Tlemcen, p 02.

<sup>4</sup> Boutaleb.K (2008), Ibid.

<sup>5</sup> Brunelle Doval (2010), « Gouvernance, théorie et pratiques, la collection » les classiques des sciences sociales, université, Québec, p 04.

<sup>6</sup> Luciano Gastro Gonçalves (2009), « La gouvernance à l'épreuve de faits ; le cas des pôles de compétitives » Marché et Organisation, n° 9, p 6.

<sup>7</sup> Idriss Ardjoune (2009), « Libéralisation et ouverture de l'économie Algérienne, quel impact sur la gouvernance des entreprises Agro-alimentaires ? Cas de la wilaya de Bejaia », thèse de doctorat, p 13.

<sup>8</sup> Hart. O (1995), « Corporate Governance, some theory and implications » The Economic Journal, Vol 105, n° 430, p 678.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

Selon Caby et Hirigoyen (2005)<sup>1</sup>, « *la gouvernance des entreprises est un ensemble des relations liants plusieurs parties* ».

Selon Williamson. O (1985), « *Le système de gouvernance diminue les coûts de transactions liées à l'opportunisme et le risque résiduel du dirigeant* »<sup>2</sup>.

### **II- Les principes de la gouvernance des entreprises :**

La gouvernance s'appuie sur des principes généraux et des principes particuliers.

#### **1- Les principes de la gouvernance selon le rapport Vienot I (1995) :**

Ce rapport a été publié à la demande de l'association française des entreprises privées françaises. Il a pour objectif de limiter le cumul des mandats des dirigeants et la nomination des administrateurs indépendants.

Le rapport Vienot I, traite le conseil d'administration, ses missions, sa composition et son fonctionnement. Ce rapport protège l'intérêt des actionnaires et des parties prenantes (l'intérêt social).

Les principes de ce rapport se divisent en trois grandes parties :

#### a) Les missions du conseil d'administration :

- \* Le conseil d'administration doit veiller à limiter l'espace discrétionnaire des dirigeants.
- \* Le conseil d'administration doit séparer entre la fonction de président du conseil et la direction générale.
- \* Le conseil d'administration doit définir la stratégie, désigner les mandataires sociaux qui contrôlent la gestion et veillent à la qualité de l'information fournie aux actionnaires.

---

<sup>1</sup> Caby et Hirigoyen (2005), « Création de valeur et gouvernance d'entreprise », édition Economica, Paris, France, p 130.

<sup>2</sup> Charreaux .G (2011), « Quelle théorie pour la gouvernance ? De la gouvernance actionnariale à la gouvernance cognitive et comportementale », cahier du FARGO, n° 1110402, p01.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

### b) Le rôle et la responsabilité des administrateurs :

Le nombre des administrateurs est fixé entre trois et dix-huit<sup>1</sup>. Le rapport Vienot I, exige la présence des administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration. Ce rapport estime la présence au moins de deux administrateurs indépendants au sein du conseil. Il insiste aussi sur la présence de représentants des actionnaires minoritaires.

Ce rapport souhaite la présence d'un comité de nomination au sein de chaque conseil chargé de la sélection des administrateurs et des mandataires sociaux.

### c) Le fonctionnement du conseil d'administration :

Le rapport ne détermine pas la fréquence des réunions du conseil d'administration, mais insiste la rédaction du procès verbale à la fin de chaque réunion<sup>2</sup>.

Le conseil doit réclamer toutes les informations nécessaires à l'exercice de ces fonctions. Le rapport Vienot I, exige la présence au sein du conseil un comité de nomination des administrateurs, un comité de rémunération et un comité d'audit.

## **2- Les principes de la gouvernance selon le rapport Vienot II (1999) :**

Le but principal de ce rapport est de présenter le bon fonctionnement et la transparence de la gestion de l'entreprise, par la publication de la rémunération des dirigeants des sociétés cotées. Ce rapport traite la séparation des fonctions du président du conseil et le directeur général.

Les principes fondamentaux du rapport Vienot II sont :

- \* La séparation des fonctions de président du conseil et la fonction du directeur général.
- \* l'information sur le gouvernement d'entreprise doit être rendu publique.

---

<sup>1</sup> Bénédicte Bertin-Mourot et Lâporte. M (2003), « Gouvernance d'entreprise ; fonctionnement des organes de contrôle et rôle des représentants des salariés », rapport d'étude, Caris (centre d'analyse et de recherche sur l'innovation sociale), Paris, p 16.

<sup>2</sup> Louizi. A (2011), « Les déterminants d'une « bonne gouvernance » et la performance des entreprises françaises : études empiriques », Thèse de doctorat en sciences de gestion université de Lyon, p68.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

\* la proportion des administrateurs indépendants doit être la moitié au minimum dans le comité de rémunération.

\* la politique de rémunération des dirigeants doit être rendue publique : la partie fixe, la partie variable, règles d'attribution, des bonus ou primes et les règles de répartition des jetons.

### **3- Les principes de la gouvernance selon la loi Sarbanes-Oxley (SOX) :**

La loi Sox ou SARBOX, a été adoptée par le congrès américain en 2002, Cette loi est une réponse aux scandales comptables et financiers de la fin des 1990 aux États-Unis. Cette loi s'intéresse à la fiabilité de l'information financière. Les principes de la loi Sox sont :

- La responsabilité des principaux dirigeants de l'entreprise.
- La clôture rapide des comptes, deux jours au lieu de quinze jours.
- La mise en place d'une majorité d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration.
- La fourniture d'information à l'agence indépendante de régulation.
- L'interdiction pour une société d'audit d'assurer les prestations de conseil et d'audit pour un même client.
- L'encadrement des prêts par l'entreprise à ses dirigeants.
- la mise en place au sein des entreprises des comités de vérification indépendants.
- Les commissaires aux comptes doivent établir un rapport sur l'évaluation du contrôle interne concernant les états financiers et leur propre évaluation de l'efficacité du contrôle interne.

### **4- Les principes de la gouvernance selon le rapport Bouton (2002)<sup>1</sup> :**

Ce rapport est une réponse aux scandales d'Enron et de Worldcom. Le rapport Bouton s'inspire des rapports Vienot I et Vienot II, et a pour but d'améliorer la gouvernance des entreprises cotées. Il traite la pratique de gouvernement d'entreprise, l'indépendance des commissaires aux comptes, et l'information financières.

---

<sup>1</sup> Bouton. D (2002), Rapport du groupe de travail, AFEP-MEDEF, pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

Les principes du rapport Bouton se divisent en trois parties :

- 1- la première partie regroupe les normes concernant l'amélioration et le rôle des administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration.
- 2- La deuxième partie s'intéresse à l'indépendance des commissaires aux comptes.
- 3- La troisième partie s'intéresse à l'information financière et les normes comptables.

Les principes du rapport Bouton sont :

- L'indépendance du conseil d'administration.
- la présence de 2/3 des administrateurs indépendants au sein du conseil.
- L'amélioration du fonctionnement des organes, en particulier le comité d'audit.
- L'amélioration de la qualité de l'information financière.
- L'amélioration de l'efficacité du contrôle interne et externe.
- L'indépendance des acteurs du marché (les banques).
- L'amélioration des relations des entreprises avec les différents actionnaires.

### **5- Les principes de la gouvernance selon l'OCDE (2004) :**

Le rapport de l'OCDE a essayé de traiter le sujet de la réglementation dans le domaine du gouvernement d'entreprise. Dans ce rapport, les principes de gouvernance se résument en six principes fondamentaux<sup>1</sup> :

#### **a) La mise en place des fondements d'un régime de gouvernement d'entreprise :**

Le régime de gouvernement d'entreprise devrait concourir à la transparence et à l'efficacité des marchés, être compatible avec l'état de droit et clairement définir la réglementation et l'application des textes.

**b) Les droits des actionnaires :** un régime de gouvernement d'entreprise doit protéger les droits des actionnaires et faciliter leurs exercices.

---

<sup>1</sup> OCDE (2004), « Les principes de gouvernement d'entreprise », édition l'OCDE.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

### c) **Le traitement équitable des actionnaires :**

Un régime de gouvernement d'entreprise doit assurer un traitement équitable de tous les actionnaires, y compris les actionnaires minoritaires et étrangers. Tout actionnaire doit avoir la possibilité d'obtenir la réparation effective de toute violation de ses droits.

### d) **Le rôle des différentes parties prenantes dans le gouvernement d'entreprise :**

Un régime de gouvernement d'entreprise doit reconnaître les droits des différentes parties prenantes à la vie d'une société tels qu'ils sont définis par le droit en vigueur, ou par les accords mutuels, et encourager une coopération active entre les sociétés et les différentes parties prenantes pour créer de la richesse et des emplois, et assurer la pérennité des entreprises financièrement saines .

### e) **Transparence et diffusion de l'information :**

Un régime de gouvernement d'entreprise doit garantir la diffusion d'informations exactes sur tous les sujets significatifs concernant l'entreprise, notamment la situation financière, les résultats, l'actionnariat et le gouvernement de cette entreprise.

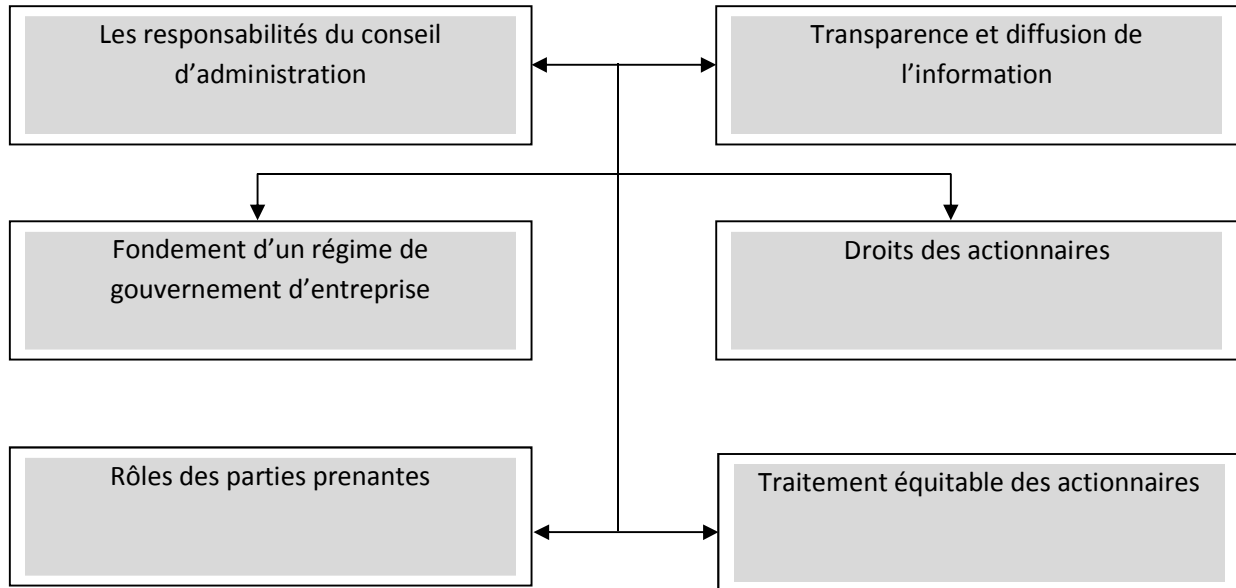
### f) **La responsabilité du conseil d'administration :**

Un régime de gouvernement d'entreprise doit assurer le pilotage stratégique de l'entreprise, et la surveillance effective de la gestion par le conseil d'administration, ainsi la responsabilité et la loyauté du conseil d'administration vis-à-vis de la société et de ses actionnaires.



## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

**Figure N°2-1 : Les principes de gouvernement d'entreprise selon l'OCDE**



Source : Naciri. A (2011), «Traité de gouvernance d'entreprise », Edition Presses Québec, p 134.

Le rapport de l'OCDE a essayé de traiter aussi le sujet du conseil d'administration (ses rôles, la structure du conseil, la rémunération des dirigeants, la structure de propriété, les comités du conseil d'administration).

Selon ce rapport, le conseil d'administration est un mécanisme de gouvernance d'entreprise, il doit avoir comme mission le contrôle des dirigeants, nommer, est rémunérer les dirigeants. Le conseil d'administration doit viser l'amélioration de la valeur pour les actionnaires.

Les principes du rapport de l'OCDE constituent une référence pour les pays, car ces principes définissent des normes de bonne gouvernance afin d'éviter les conflits.

A la différence des rapports précédents, le code de l'OCDE (2004), a essayé de traiter le sujet de la mise en place d'un cadre réglementaire du gouvernement d'entreprise, et l'intérêt des actionnaires et des parties prenantes en même temps.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

### **6- Les lois de la bonne gouvernance :**

#### **a) La loi N.R.E (2001) :**

La loi N.R.E (les nouvelles régulations économiques) complète les deux rapports Vienot. Cette loi a proposé les réformes suivantes :

- la dissociation des fonctions du président et le directeur général.
- La limitation du cumul des mandats.
- La transparence et les droits des actionnaires.

La loi N.R.E traite aussi, le rôle du conseil d'administration dans la détermination des orientations stratégiques.

#### **b) La loi sur la sécurité financière (2004) :**

Cette loi s'intéresse à la publication du montant des rémunérations des dirigeants par :

- La création de l'autorité des marchés financiers.
- Le contrôle par le comité d'audit.
- La transparence par un rapport annuel sur les comptes des conditions d'organisation, et de préparation des travaux du conseil et du contrôle interne.

Cette loi s'inspire du système américain de contrôle des entreprises cotées en bourse, et la loi Sarbanes-Oxley en France.

#### **c) Les contraintes législatives en Algérie :**

En Algérie, il existe deux types de textes législatifs :

#### **Les textes destinés à toutes les entreprises concernent :**

- Le code du commerce et ses amendements (Avril 1993).
- La libre concurrence (janvier 1995).
- La monnaie et le crédit (Février 2001).
- Les risques du marché (Novembre 2002).

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

- La lutte contre la corruption (Février 2006).

### **Les textes destinés aux entreprises publiques :**

- La réglementation des marchés publics (juillet 2002).
- La gestion de la privatisation (Septembre 1995).
- La loi de la monnaie et le crédit (2011) : Le dernier règlement de la banque d'Algérie, traite des bonnes pratiques de la gouvernance, par la création du comité d'audit.

Dans cette section, on a essayé de montrer les différentes définitions de la gouvernance d'entreprise, et les différents codes et rapports de la gouvernance qui suivent à améliorer les systèmes de contrôle des entreprises par le renforcement de l'indépendance des conseils d'administration et la structure de propriété des droits des actionnaires.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

### **Section II : Le conflit d'intérêt et types de gouvernance des entreprises**

Puisque la gouvernance traite des principes qui disciplinent les dirigeants, il est bien évident qu'entre les dirigeants et les actionnaires naissent des conflits. Ces derniers sont le résultat d'objectifs opposés entre les actionnaires d'une part et les dirigeants d'autre part.

#### **I - Le conflit d'intérêt :**

##### **1-La nature du conflit :**

La séparation des fonctions de propriété et de gestion est la source de conflit d'intérêts (la théorie de l'agence). La nature du conflit entre les Stakholders dépend de nombreux paramètres, on distingue :

1) une première catégorie qui regroupe les entreprises dominées par une ou plusieurs firmes. Dans cette catégorie, l'autonomie du dirigeant est réduite par la présence de plusieurs actionnaires détenant un pourcentage significatif du capital, mais la présence d'un actionnaire majoritaire peut conduire à la possibilité de collusion avec les dirigeants au détriment des actionnaires minoritaires.

2) une deuxième catégorie est composée de sociétés familiales, où les dirigeants détiennent une part significative du capital, où la maximisation de la valeur de la firme constitue un objectif prioritaire des dirigeants ; il en reste que les créanciers qui peuvent se trouver lésés par certaines décisions.

L'entreprise familiale a constitué le modèle de référence pour le gouvernement d'entreprise. Ces entreprises sont fondées sur l'autorité du père. Le pouvoir discrétionnaire du dirigeant propriétaire est établi par le droit à l'intérieur des frontières de son entreprise<sup>1</sup>, il est économiquement responsable devant la loi, et normalement devant sa famille.

3) une troisième catégorie, regroupe les grandes entreprises cotées, et aucun actionnaire ne détient une part importante du capital. Dans ce type de société les dirigeants peuvent être tentés de tirer des avantages de cette situation aux actionnaires<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Gomez .Y.P (2003), « Jalons pour une histoire des théories du gouvernement des entreprise », Finance Contrôle Stratégie, volume6, N°4, p 189.

<sup>2</sup> Bancel .F (1997), « La gouvernance des entreprises », édition Economica, Paris, p 17.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

Le conflit d'intérêt peut être de nature économique, politique, professionnel, ou financier.

### 2- Les types de conflits :

a) Les conflits entre actionnaires- dirigeants : le conflit d'intérêt entre les actionnaires et les dirigeants étudié par la théorie de l'agence (Jensen et Meckling 1976) peut avoir les conséquences suivantes :

- Le dirigeant essaie de maximiser son intérêt par la conservation d'un investissement moins risqué.
- les actionnaires cherchent à valoriser une prise de risque conséquente.
- Le dirigeant cherche à conserver des avantages (voitures de fonction, voyage...). Ce dernier est la source d'augmentation des charges d'entreprise, alors que les actionnaires cherchent à maximiser la valeur de la firme.
- Le dirigeant privilégie l'investissement à court terme, dont la rentabilité est mieux maîtrisée.
- Le dirigeant a accès à toutes informations, ce qui place l'actionnaire à la mise en place des mécanismes de veille pour le contrôle de la gestion du dirigeant.

Selon la théorie managériale Berl et Means (1932), les dirigeants cherchent à accroître des avantages qu'ils tirent de leurs postes.

Jensen et Meckling (1976), ont démontré aussi que le comportement du dirigeant dépend de la part du capital qu'il détient ; plus cette part est importante, plus le dirigeant cherche à maximiser la valeur de la firme.

Les principaux comportements du manager, selon les théories du management sont les suivants : <sup>1</sup>

- l'obtention de la rémunération la plus élevée possible.
- la recherche du prestige et du pouvoir.
- la recherche de la sécurité.

---

<sup>1</sup> Koenig (1998), « les théories de la firme », édition Economica, Paris, pp 25-26.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

Du point de vue juridique, le pouvoir des dirigeants se définit par « *les limites qui lui opposent les institutions ou les règles* »<sup>1</sup>.

Les juristes définissent trois catégories de pouvoir des dirigeants comme le montre le tableau suivant :

**Tableau n° 2-1 : Les catégories de pouvoir des dirigeants**

Types de pouvoir de direction	Définition institutionnelle
Le pouvoir discrétionnaire.	Les décisions de la direction ne sont ni motivées ni contrôlées, la seule limite et leurs licités.
Le pouvoir souverain.	Les décisions sont motivées mais pas contrôlées.
Le pouvoir contrôlé.	Les décisions sont motivées et contrôlées.

Source : Gomez. P.Y (2003), op.cit, p 186.

Kang (1995), montre que les entreprises ayant des actionnaires majoritaires, ont une plus grande probabilité de remplacer les dirigeants non performants<sup>2</sup>. La propriété majoritaire dépend du fonctionnement du vote.

En revanche, selon Grossman et Hart (1980), « *les actionnaires minoritaires ne sont pas incités à contrôler le dirigeant, car ils profitent des opportunités d'améliorer la performance sans engager des dépenses* »<sup>3</sup>.

Pour que le contrôle soit efficace, il faut la présence des actionnaires majoritaires qui supporte le coût de contrôle. Les actionnaires (créanciers résiduels) sont exposés aux risques de résultat de

<sup>1</sup> Gomez. p. Y (2003), op. cit, p 185.

<sup>2</sup> Omri .A (2003), « Système de gouvernance et performance des entreprises tunisiennes », Lavoisier, Revue Française de Gestion, n°142, p 91.

<sup>3</sup> Omri .A (2003), Ibid.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

l'entreprise et du comportement des dirigeants. Selon Bancel. F (1997)<sup>1</sup>, « *les dirigeants des entreprises disposent d'un pouvoir fort face à un actionariat dispersé* ».

### b) Le conflit actionnaires- créanciers :

Les créanciers sont protégés par un contrat signé avec l'entreprise. Avant le contrat, les créanciers ne disposent d'aucune information, mais après le contrat les actionnaires peuvent prendre des décisions non conformes à l'intérêt des créanciers<sup>2</sup>. De ce fait, les créanciers déterminent leurs rémunérations.

Selon Smith et Warner (1976), il existe quatre sources de conflits entre actionnaires et créanciers :

#### - Le risque de la politique de distribution des dividendes :

Si les dividendes augmentent, la valeur de la dette diminue et le versement de dividendes peut élever le risque.

#### - Le risque de dilution des dettes :

Si l'entreprise s'endette pour rembourser une dette antérieure, il est tout à fait normal que le risque de faillite augmente, par conséquent les créanciers font face à cette nouvelle situation (endettement).

#### - La substitution d'actifs :

La dette est utilisée pour financer un projet risqué, ce qui conduit à un transfert de richesse des créanciers vers les actionnaires. Les actionnaires ont intérêt à investir dans les projets risqués, parce qu'ils possèdent une option d'achat sur l'actif économique de l'entreprise.

Plus le risque des projets d'investissement de l'entreprise est important, plus la valeur d'option d'achat est élevée, en revanche le risque de non-remboursement pour les créanciers augmente.

---

<sup>1</sup> Bancel .F (1997), Op. cit, p 07.

<sup>2</sup> Bancel .F (1997), Op.Cit, p8.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

### - Le sous-investissement :

Dans le cas d'investissement supplémentaire où le cash-flow actualisé ne sert qu'à rembourser les créanciers (dettes). Les actionnaires ont tendance à refuser tous les investissements supplémentaires.

Le règlement de ce type de conflit se fait par :

- la politique de financement.
- la politique de dividendes.
- la politique de production et d'investissement.
- les clauses concernant la publication d'information.
- les clauses de remboursement anticipées.
- les clauses de convertibilité et l'utilisation des titres hybrides.
- le rapprochement entre banque et industrie.

### c) Le conflit entre actionnaires :

Les actionnaires majoritaires détenant l'essentiel des droits de vote. Ces derniers ont le droit de nommer les dirigeants, et peuvent imposer des décisions contraires à l'intérêt des actionnaires minoritaires. Le règlement de ce type de conflit entre actionnaires se fait par des augmentations de capital et le financement par la dette.

Nous avons discuté des différents conflits qui opposent les différentes parties prenantes de l'entreprise. Ces conflits imposent pour leurs résolutions, des types de gouvernance selon la nature du conflit, ainsi que la nature des différentes parties qui s'opposent tel est l'objet de la partie qui suit.



## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

### **II-Les types de gouvernance des entreprises :**

Les problèmes de l'efficacité traités par les théories contractuelles conduisent à plusieurs systèmes de gouvernance qui disciplinent les dirigeants.

#### **1- La gouvernance actionnariale :**

##### a) Définition de la gouvernance actionnariale:

Le courant de la gouvernance actionnariale est un modèle anglo-américain. Ce modèle tend à mettre l'accent sur les intérêts des actionnaires. Le modèle actionnarial de la gouvernance s'est inspiré de la théorie des droits de propriété, et la théorie de l'agence, notamment dans l'article de Jensen et Meckling (1976)<sup>1</sup>.

Le courant de la gouvernance actionnariale s'appuie sur une vision contractuelle ; où la firme est représentée comme « un nœud de contrat ». Selon Shleifer et Vishny (1997), « *la gouvernance actionnariale est l'ensemble des mécanismes permettant de sécuriser l'investissement financier des actionnaires* »<sup>2</sup>.

Selon Wirtz et Laurent (2010)<sup>3</sup>, « *l'approche de la gouvernance actionnariale est caractérisée par un actionnariat anonyme et dispersé, ce qui expose les actionnaires à l'opportunisme des dirigeants* ».

Selon Charreaux.G (2011)<sup>4</sup>, « *la gouvernance actionnariale doit s'élargir et prendre en compte les éventuels excès des actionnaires détenant le contrôle vis-à-vis des minoritaires* ».

La gouvernance actionnariale a pour but d'aligner les intérêts des dirigeants à ceux des actionnaires, et de maximiser leurs richesses. La gouvernance actionnariale résoud le problème du conflit actionnaire/dirigeant et insiste sur le problème d'asymétrie d'information, et les stratégies d'entraînement .ce courant a pour objectif de sécuriser la rentabilité de l'investissement financier.

---

<sup>1</sup> Charreaux. G (2011), op.cit, p 07.

<sup>2</sup> Laurent et Wirtz (2010), « Valeurs du dirigeant conception de la propriété et modèle de gouvernance : une illustration à travers le cas du groupe Auchan », cahier Figaro, n°1100703, p 3.

<sup>3</sup> Laurent et Wirtz (2010), op.cit, p 04.

<sup>4</sup> Charreaux .G (2011), op.cit, p 05

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

La gouvernance actionnariale est définie comme l'ensemble des mécanismes qui délimitent l'espace discrétionnaire du dirigeant<sup>1</sup>.

Selon Shleifer et Vishny (1997), « *l'analyse de la gouvernance actionnariale à un unique objectif est l'amélioration des moyens par lesquels ceux qui financent les entreprises s'assurent eux-mêmes de l'obtention d'un revenu de leurs investissements* »<sup>2</sup>.

Selon Charreaux.G (2004), « *la gouvernance actionnariale est inspirée de la firme anglo-saxonne, ne permet pas d'expliquer le fonctionnement des firmes non anglo-saxonnes* »<sup>3</sup>.

Selon Parrat (2003), « *seules les entreprises qui rendent compatibles les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires sont censées survivre sur le long terme* »<sup>4</sup>.

### b) Les mécanismes de la gouvernance actionnariale :

La gouvernance actionnariale propose des mécanismes de contrôle pour obliger des dirigeants à maximiser la valeur actionnariale.

Fama a proposé des mécanismes de contrôle pour la gouvernance actionnariale comme :

- Le marché de travail.
- Le contrôle interne entre les dirigeants eux même.
- Le conseil d'administration.

Selon Charreaux.G (2011)<sup>5</sup>, « *il existe des mécanismes internes comme l'assemblée générale des actionnaires, le conseil d'administration, et des mécanismes externe comme le marché du travail* ».

---

<sup>1</sup> Wirtz. L (2004), « Meilleurs pratiques de gouvernance, théorie de la firme et modèle de création de valeur, une appréciation critique des modes de bonne conduite », cahier du FARGO, N°1040401, p02.

<sup>2</sup> Bouba-olga olivier (2005), « Gouvernance d'entreprise ; élargir la problématique de gouvernance », Revue Economiques et Sociales, n° 63, p 06.

<sup>3</sup> Éric Alain Zoukhoua (2011), « La complémentarité des approches théoriques de la gouvernance : application au secteur associatif », Comptabilité, Contrôle, Audit et Institutions, mai, Tunisie, p3.

<sup>4</sup> Idriss Ardjoune (2009), op.cit, p 17.

<sup>5</sup> Charreaux. G (2011), op. Cit, p 6.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

Charreaux. G (2011)<sup>1</sup>, a proposé des mécanismes de gouvernance actionnariale par :

- 1- les mécanismes spécifiques : le conseil d'administration indépendant et la surveillance mutuelle pour réduire l'asymétrie d'information.
- 2- les mécanismes non-spécifiques : l'environnement légal pour la protection des investissements financiers, donc des actionnaires.
- 3- les mécanismes intentionnels : le contrôle direct des actionnaires, le conseil d'administration, système de rémunération, structure formelle, auditeurs internes, comités d'entreprises et le syndicat de l'entreprise.
- 4- les mécanismes spontanés : réseaux de confiance informels, surveillance mutuelle des dirigeants, culture d'entreprise et la réputation auprès des salariés.

c) Gouvernance actionnariale et création de valeur :

L'usage du concept « valeur pour l'actionnaire » est apparue à la fin des années 1990. L'objectif de la gouvernance actionnariale est la maximisation de la richesse des actionnaires, par le choix des indicateurs efficaces de la création de la valeur (politique de dividendes, l'endettement, la rentabilité des entreprises), et par le poids du marché financier. La valeur actionnariale c'est la valeur créé par l'entreprise au profit de ses actionnaires.

Il y'a création de valeur actionnariale lorsque le rendement des capitaux investis est supérieur au cout des capitaux de l'entreprise et la rentabilité économique des investissements est supérieur au coût moyen pondéré du capital.

Selon Charreaux .G (1998)<sup>2</sup>, il existe plusieurs indicateurs pour mesurer la création de valeur pour les actionnaires dont on cite :

- 1- Economic value added « EVA » : la valeur ajoutée économique est la différence entre le résultat économique après impôt et le coût des capitaux investis par les investisseurs

---

<sup>1</sup> Charreaux. G (1997), op.cit, p9.

<sup>2</sup> Charreaux. G (1998b), « le point sur la mesure de performance des entreprises », banque et marché, n° 34, pp 46 - 47.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

financiers, (actionnaires et créanciers financiers). L'EVA est un mécanisme qui permet d'encourager les salariés à agir dans l'intérêt de la maximisation de la valeur actionnariale.

### 2- La méthode de market value - added « MVA » :

La MVA est la valeur ajoutée du marché ; c'est la différence entre la valeur du marché des capitaux investis VM, et la valeur comptable de ces mêmes capitaux VC.

$$\text{MVA} = \text{VM} - \text{VC} \dots \dots \dots (2)$$

### 2- La gouvernance partenariale :

#### a) Définition de la gouvernance partenariale:

Marry Parker Foller (1918), à évoquer pour la première fois dans son ouvrage « *the new state* », la gouvernance partenariale mais sans utiliser le mot (Stakholders)<sup>1</sup>. Ce mot a été utilisé pour la première fois par Freeman R.E<sup>2</sup>.

La vision partenariale ne se base pas uniquement sur le créancier résiduel, mais aussi sur les parties prenantes (les Stakholders) qui supportent des risques. Ces risques sont liés à l'incomplétude des contrats de la firme avec ces parties prenantes.

Dans l'approche partenariale, les actionnaires ne sont pas les seuls concernés par la création de valeur, mais il concerne l'ensemble des parties prenantes.

Preston et Sachs défissent les parties prenantes comme étant les individus qui contribuent à la création de la richesse de l'entreprise.

Selon Kochan et Rubinstein, les parties prenantes sont les preneurs de risque, et elles ont un pouvoir sur la performance des entreprises.

---

<sup>1</sup> Benbrika. A, Ghodbane. H E (2013), « Valeur partenariale et valeur actionnariale, vers une gouvernance cognitive basée sur la création de valeur pour l'entreprise, étude comparée entre les différents systèmes de gouvernance », Revue de Sciences Humaines, BISKRA, N°32, p10.

<sup>2</sup> Benbrika. A, Ghodbane. H E (2013), op.cit, p 10.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

Selon Mercier, les parties prenantes sont l'ensemble des agents pour lesquels le développement de l'entreprise représente un enjeu important.

Selon Donaldson. T et Preston .L, « *la gouvernance partenariale est un lien entre la pratique du management et les parties prenantes pour la réalisation de la performance de l'entreprise.* »<sup>1</sup>.

Selon Jones. T et Wiks.A, l'entreprise à des relations avec plusieurs parties prenantes, est caractérisée par plusieurs combinaisons d'intérêts.

Selon Charreaux .G (2001)<sup>2</sup>, « *la gouvernance partenariale est l'ensemble des mécanismes permettant de pérenniser le nœud de contrat ou optimiser la latitude managériale* ».

Le modèle de la gouvernance partenariale s'appuie sur la vision contractuelle, où la firme comme un nœud de contrats entre les différentes parties prenantes. La gouvernance partenariale est un ensemble de négociations *expost* entre les différentes parties prenantes pour le partage de la rente<sup>3</sup>.

Selon Bessire et al (2005)<sup>4</sup>, « *la gouvernance partenariale a pour objectif de protéger la valeur du capital humain (salariés), car ce dernier accumule du processus de production et un savoir-faire spécifique (compétences)* ».

Charreaux. G, Desbières (1998) et Zingales (2000), confirment que la création de valeur repose sur des compétences spécifiques dans la relation de coopération à long terme par certains fournisseurs, clients et sous-traitants.

La gouvernance partenariale a pour objectif de protéger la valeur qui dépend des rentes, et la réduction des pertes d'efficacités liées aux conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes, notamment avec les salariés.

---

<sup>1</sup> Benbrika. A, Ghodbane. H E (2013), op.cit, pp 09-10.

<sup>2</sup> Charreaux. G (2001), op.cit, p 07.

<sup>3</sup> Charreaux. G (2001), op.cit, p 08.

<sup>4</sup> Dominique Bessire et Al (2005),« Qu'est-ce qu'une bonne gouvernance », halshes-00543220, version 1,Gsee, p 10.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

### b) La composition de parties prenantes :

A la différence de la gouvernance actionnariale, qui tient compte uniquement des actionnaires, la gouvernance partenariale est élargie aux éléments suivants :

- 1- Les salariés : qui sont motivés par la rémunération, la sécurité de l'emploi, et la formation.
- 2- les actionnaires : qui recherchent les dividendes et le cours boursier.
- 3- les clients : qui cherchent la qualité, service, sécurité et le bon rapport qualité- prix.
- 4- les banquiers : s'intéressent à la liquidité et la solidité de l'entreprise, valeurs des garanties, et la production de trésorerie.
- 5- les fournisseurs : attendent une relation stable et durable et la fidélité avec la firme.
- 6- le gouvernement : l'entreprise doit respecter les lois, maintenir l'emploi, et contribuer aux ressources fiscales de l'état.
- 7- le public : sécurité des opérations et contribution à la communauté.
- 8- l'environnement : substitution des ressources non durables et activités non polluantes.

Pelle Culpin a proposé trois types de parties prenantes :

- 1- Les parties prenantes institutionnelles : qui résultent de la législation et la réglementation.
- 2- Les parties prenantes économiques : c'est les acteurs qui s'activent sur les marchés de l'entreprise.
- 3- Les parties prenantes éthiques : comme les organisations d'éthique.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

Chaque partie prenante a des attentes, que Caby et Hirigoyen (2001) résument de la façon suivante :

**Tableau N°2-2 : Attentes spécifiques des différentes parties prenantes explicites**

Attentes des parties prenantes explicites				
Créanciers financiers	Actionnaires	salariés	client	fournisseurs
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Liquidité.</li> <li>- Solvabilité.</li> <li>- Valeurs des garanties.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- dividendes.</li> <li>-appréciation du cours boursier.</li> <li>- mise à leur disposition des rapports et comptes annuels.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-rémunération.</li> <li>-sécurité de l'emploi.</li> <li>- formation.</li> <li>-information.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-qualité</li> <li>-service</li> <li>-sécurité</li> <li>-rapport</li> <li>Qualité/prix</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-établissement</li> <li>d'une relation stable.</li> <li>-paiement dans des délais impartis (liquidité).</li> </ul>
<p>Source : Khaldi .M.A (2015), « Impact des mécanismes de gouvernance sur la création et la répartition de la valeur partenariale », thèse de doctorat, sous la direction de Charles Piot, université de Savoie, Grenoble, France, p 71 .</p>				

### c) Les mécanismes de la gouvernance partenariale :

La gouvernance partenariale a pour objectif de réduire la latitude managériale des dirigeants. Selon Charreaux (2008)<sup>1</sup>, « *la présence des salariés dans le conseil d'administration peut réduire cette latitude managériale par rapport aux dirigeants. Mais il y'a d'autres mécanismes de gouvernance qui peuvent réduire cette latitude comme :*

<sup>1</sup> Charreaux. G (2008), « A la recherche du lieu perdu entre caractéristiques des dirigeants et performance de la firme : gouvernance et latitude managériale », cahier du FARGO, n° 1080502, université de Bourgogne, p 26.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

- l'action syndicale

-les textes légaux réglementaires pour protéger : les salariés, consommateurs, environnement, les associations de consommateurs et la presse ».

### d) La gouvernance partenariale et la création de valeur :

Hirigoyen et Caby (2005)<sup>1</sup>, affirment que la stratégie utilisée par l'entreprise pour traiter avec les parties prenantes, dépend de l'importance de chaque partie prenante par rapport aux autres parties prenantes. A cet effet, la création de valeur repose sur des compétences particulières détenues par l'ensemble des parties prenantes. Toutes ces parties sont considérées comme des « créanciers résiduels ». La création de valeur partenariale réside dans la réduction des conflits d'intérêts et à la maximisation des investissements productifs<sup>2</sup>.

Selon Charreaux et Desbières (1998)<sup>3</sup>, « la valeur partenariale est égale à la différence entre le prix d'opportunité et le coût d'opportunité de l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise ».

La répartition de la valeur dépend des négociations des parties prenantes. Pour créer de la valeur; le dirigeant doit agir sur le prix et le coût d'opportunité. Le dirigeant préfère créer de la valeur, fidéliser les salariés et les inciter par une politique salariale généreuse. Ce dernier privilégie les parties prenantes dans le partage de la valeur, si l'actionnaire joue un rôle passif dans le contrôle des dirigeants.

La valeur partenariale est mesurée par la distribution de la valeur ajoutée au sens comptable, cette dernière correspond à la différence de la production et la consommation des biens et des services fournis par les tiers dans cette production. La valeur ajoutée est mesuré par la valeur créée au profit des salariés et des autres parties, par contre la valeur actionnariale se mesure par la valeur ajoutée consacrée aux dividendes distribués aux actionnaires.

---

<sup>1</sup> Caby. J et Hirigoyen. G (2005), op. Cit, p130.

<sup>2</sup> Chattelin .c et Trébucq.S (2003), « Stabilité et évolution du cadre conceptuel en gouvernance d'entreprise ; un essai de synthèse », journée d'histoire de la comptabilité et du management, université Paris Dauphine, p 15.

<sup>3</sup> Charreaux .G et Désbierres .p (1998), « Gouvernance des entreprises ; valeur partenariale contre-valeur actionnariale », Finance Contrôle Stratégie, volume1, n°2, p 05.



## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

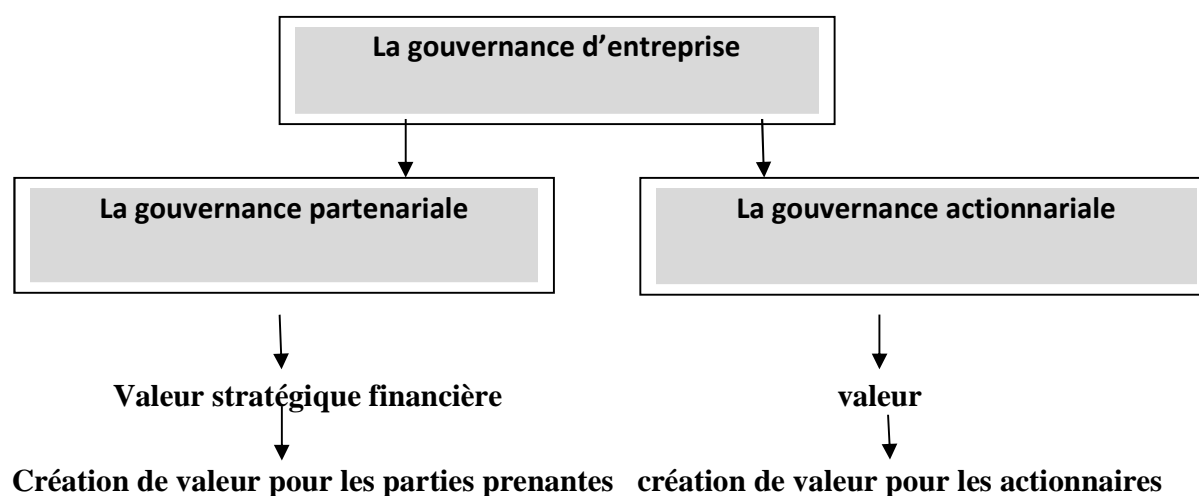
Afin de mesurer la valeur partenariale, Porter (1984) utilise l'analyse de la chaîne de valeur basé sur un jeu coopératif. Il y'a une valeur partenariale créée pour un client lorsque le prix du produit est inférieur à son prix d'opportunité.

La valeur créée de la firme est égale à la différence entre le prix d'opportunité pour le client et le coût d'opportunité pour le fournisseur, et aussi la différence entre les ventes évaluées aux prix d'opportunité et la somme des coûts d'opportunité pour les différents fournisseurs<sup>1</sup>.

En conclusion, ces deux courants de gouvernance (actionnariale et partenariale) correspondent à des modèles contractuels et poursuivent le même objectif : réduire le comportement opportuniste des dirigeants.

Selon Jensen et Meckling, « la recherche de la valeur actionnariale sur le long terme sert à entretenir de bonnes relations avec les parties prenantes »<sup>2</sup>.

**Figure n°2-2 : Création de valeur et type de gouvernance**



La création de valeur repose sur des compétences particulières par l'ensemble des parties prenantes qui sont considérées comme des créanciers résiduels.

<sup>1</sup> Charreaux G (1998b), op .cit, p 51.

<sup>2</sup> Jensen. M (2000), « Value maximisation, Stakeholders, theory and the corporate objective function», Harvard Business School Press, cité par Louizi. A (2011), p 78.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

### **3- La gouvernance comportementale :**

Le courant comportemental s'est développé en économie et en droit, où les décisions des dirigeants seraient affectées par des biais émotionnels. Ces derniers sont à l'origine de perte de valeur plus importante que celle liées à l'opportunisme<sup>1</sup>, ce biais permet d'appréhender les erreurs managériales.

La théorie comportementale considère la firme comme un nœud politique qui s'adapte à son environnement via l'apprentissage collectif. Si ce biais affecte les décisions des dirigeants il peut troubler le fonctionnement des mécanismes de gouvernance et la formation des bulles spéculatives sur le marché financier.

Selon Charreaux (2011)<sup>2</sup>, « *la gouvernance comportementale est un ensemble des mécanismes permettant de corriger les conséquences liées aux biais comportementaux* ».

La gouvernance comportementale a pour objectif de corriger les pertes d'efficacités liées aux biais comportementaux.

### **4- le courant cognitif de la gouvernance :**

La vision contractuelle a pour but la résolution des conflits d'intérêt entre actionnaires et dirigeants (gouvernance actionnariale), et la diminution de la latitude managériale (gouvernance partenariale).

Cette vision à ignorer le processus productif qui joue un rôle important dans la création de la valeur. La gouvernance cognitive est un prolongement de la théorie évolutionniste et la théorie des ressources et des compétences.

Selon Wirtz .P (2005)<sup>3</sup>, « *les opportunités d'investissements ne dépendent pas uniquement de l'information par la réduction de latitude discrétionnaire du dirigeant, mais dépendent aussi des connaissances spécifiques qui sont intransmissibles* ».

---

<sup>1</sup> Charreaux. G (2011), op. cit, p 11.

<sup>2</sup> Charreaux. G (2011), op. cit, p21.

<sup>3</sup> Wirtz .P (2005), « Compétences, conflits et création de valeur : vers une approche intégrée de la gouvernance », université lumière, Lyon 2/ Corisorg, p 07.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

Franshman, distingue que la théorie cognitive repose sur la connaissance et l'information<sup>1</sup>, la bonne pratique de l'information en matière de gouvernance réduit l'asymétrie d'information entre les partenaires de la firme.

Selon Wirtz. P, la gouvernance cognitive est le résultat de la divergence mentale entre les partenaires de la firme.

Selon Charreaux .G (2011)<sup>2</sup>, « *la gouvernance cognitive est un ensemble de mécanismes permettant d'avoir le meilleur potentiel de création de valeur par l'apprentissage et l'innovation* ».

Dans la gouvernance cognitive, la création de la valeur n'est pas simple, car la valeur n'est pas inclut par des conflits contractuels fondés sur l'apprentissage d'efficience où la meilleure conduite est adoptée.

La valeur cognitive dépend des compétences de la firme, la capacité de rentabilité, la capacité d'imagination, et la construction de nouvelle opportunité. Ce courant a pour but la création de valeur par la découverte des compétences, les capacités des individus à innover et à créer leurs opportunités et modifier leur environnement.

Selon Charreaux.G (2011)<sup>3</sup>, « *la gouvernance cognitive considère la firme comme un répertoire de connaissance* ».

Le rôle du dirigeant dans le cadre de la gouvernance cognitive est : l'imagination, la perception et la conduite de nouvelles opportunités. Ces comportements permettent de rendre l'entreprise rentable de façon durable.

Selon Wirtz (2005)<sup>4</sup>, « *dans les entreprises innovantes on parle de l'asymétrie des connaissances entre les dirigeants et les actionnaires. On passe des conflits managériaux, aux conflits cognitifs qui résultent de l'incompréhension mutuelle entre les dirigeants et l'ensemble des parties prenantes* ».

---

<sup>1</sup> Benbrika. A, op.cit, p 14.

<sup>2</sup> Charreaux G (2011), op.cit, p 21

<sup>3</sup> Charreaux G (2011), op.cit. , p36.

<sup>4</sup> Wirtz .P (2005), op.cit, p08.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

Le tableau suivant résume les conflits cognitifs entre les dirigeants et les parties prenantes.

**Tableau N°2-3 : Exemple des conflits cognitifs et contractuels entre partenaires de l'organisation**

	<b>Dirigeant</b>	<b>Actionnaires</b>	<b>Salariés</b>	<b>Clients</b>	<b>fournisseurs</b>	<b>environnement</b>
<b>Dirigeant</b>	-Conflits Cognitifs entre dirigeants. -Opportunité / choix d'investissement.	-Type d'investissement, Politique de financement. -Conflits contractuels et Cognitifs.	-Conflits contractuels et cognitifs. -Gestion des ressources humaines (rémunération, recrutement, condition de travail, choix d'investissement)	-Conflit contractuel cognitif. -Qualité globale, coût.	-Conflit Contractuel et Cognitif. -Coût, qualité industrielle.	-Conflit cognitif. -Rentabilité, engagement, pollution.

Source : Chatelin. C, Trébucq.S (2003), op. cit, p 21.

Wirtz (2005), a complété la théorie de la gouvernance cognitive, par l'introduction de la notion des coûts cognitifs qui résultent des conflits cognitifs.

Les coûts cognitifs selon Wirtz comprennent :

- 1- Les coûts de Motoring :** il s'agit d'une mise aux normes du comportement des dirigeants par rapport aux usages dans le monde professionnel de leurs partenaires, en aidant les dirigeants de rapprocher leurs structures cognitives de celles des parties prenantes.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

2- Les coûts de conviction : ces coûts visent à faire comprendre l'intérêt d'un projet inédit.

3- Les coûts cognitifs résiduels : ces coûts sont liés à la part d'incompréhension qui subsiste<sup>1</sup>.

Selon ce courant, l'enracinement n'a pas de conséquences négatives sur la richesse des actionnaires, car le dirigeant est incité à la construction d'un capital humain spécifique qui est à l'origine des rentes managériales<sup>2</sup>. Les courants stratégiques de la gouvernance d'entreprise facilitent le développement des compétences.

Le tableau suivant démontre l'approche partenariale et l'approche actionnariale qui sont de nature contractuelle. Ces approches ont pour objectif la réduction des pertes liées aux conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires (la gouvernance actionnariale), ou entre les parties prenantes (gouvernance partenariale), contrairement à l'approche cognitive qui est un aspect productif, elle permet de créer de nouvelles opportunités cognitives.

---

<sup>1</sup> Writz.P (2005), op. cit, pp 07-08.

<sup>2</sup> Charreaux. G (2002), « Variation sur le thème, à la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise », Finance Contrôle Stratégie, volume 5, N° 3, p 51.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

**Tableau n°2-4 : Synthèse de différentes grilles théoriques de la gouvernance**

Théories de la gouvernance	Contractuelles		Cognitives	comportementale
	Actionnariale	Partenariale		
<b>Théories de la firme supports</b>	Théories contractuelles principalement théories positive et normative de l'agence ; vision étroite de l'efficacité et de la propriété.	Théories contractuelles (positives ou normatives) ; vision généralisée de l'efficacité et de la propriété.	Théorie évolutionniste, théorie de l'apprentissage organisationnel, théories des ressources et des compétences.	Pas de théorie spécifique de la firme. Les différents mécanismes de création de valeur doivent intégrer l'effet des biais comportementaux.
<b>Aspect privilégié dans la création de valeur</b>	Discipline et répartition, réduire les pertes d'efficacité liées aux conflits d'intérêts entre dirigeants et investisseurs financiers.	Discipline et répartition, réduire les pertes d'efficacité liées aux conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes notamment avec les salariés.	Aspect productif, créer et percevoir de nouvelles opportunités.	Corriger les pertes d'efficacité Liées aux biais comportementaux.
<b>Définition du SG</b>	Ensemble des mécanismes permettant de sécuriser l'investissement financier.	Ensemble des mécanismes permettant de pérenniser le nœud de contrats ou d'optimiser la latitude managériale.	Ensemble des mécanismes permettant d'avoir le meilleur potentielle création de valeur par l'apprentissage et l'innovation.	Ensemble des mécanismes permettant de déniaiser les décisions managériales ou de corriger les conséquences des biais.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

<b>Mécanismes de gouvernance</b>	Vision étroite axée sur la discipline permettant de sécuriser l'investissement financier.	Vision large axée sur la discipline permettant de pérenniser le nœud de contrats, définition de la latitude managériale optimale.	Vision axée sur l'influence des mécanismes en matière d'innovation et d'apprentissage.	Vision axée sur l'incidence des biais sur la création de valeur.
<b>Objectif de gestion</b>	Maximisation de la valeur actionnariale (critère exogène ou endogène).	Maximisation de la valeur partenariale (critère exogène ou endogène).	Recherche de valeur pour l'entreprise.	Pas d'objectifs spécifiques. S'adapte aux objectifs des autres courants.
Source : Charreaux. G (2011), op.cit. p 21.				

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

### Section 3 : Les mécanismes de la gouvernance d'entreprise :

Les différents courants de la gouvernance des entreprises sont à l'origine de conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires (les problèmes d'agence).

La gouvernance d'entreprise doit limiter ces problèmes d'agence. De ce fait Charreaux. G (1996), propose des mécanismes de gouvernement d'entreprise selon le tableau suivant :

**Tableau N°2-5: Typologie des mécanismes de gouvernement des entreprises**

	<b>Mécanisme spécifiques</b>	<b>Mécanisme non spécifique</b>
<b>Mécanismes intentionnels</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>-contrôle direct des actionnaires.</li><li>-conseil d'administration.</li><li>-système de rémunération.</li><li>-structure formelle.</li><li>-auditeurs internes.</li><li>-comité d'entreprise.</li><li>-syndicat maison.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- environnement légal et règlement (loi sur société, sur le travail...).</li><li>- syndicats nationaux.</li><li>- auditeurs légaux.</li><li>- associations des consommateurs.</li></ul>
<b>Mécanismes Spontanés</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>- réseaux de confiance informels.</li><li>- surveillance mutuelles des dirigeants.</li><li>- culture d'entreprise.</li><li>- réputation auprès des salariés (respect des engagements).</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- marché des biens et services.</li><li>- marché financier.</li><li>- intermédiation financière.</li><li>- crédit interentreprises.</li><li>- marché du travail.</li><li>- marché politique.</li><li>- marché du capital social.</li><li>-environnement sociétal.</li><li>- environnement médiatique.</li><li>- cultures des affaires.</li><li>- marché de la formation.</li></ul>

Source : Charreaux. G (1996a), op.cit, p09.

Parmi ces mécanismes, nous en avons choisi qui nous semblent pertinents pour notre recherche.



## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

### I- Les mécanismes de contrôles externes:

Les mécanismes externes peuvent être des mécanismes intentionnels, ou spontanés, comme a indiqué Charreaux .G (1996).

#### **1-Le marché de travail :**

Le marché de travail est considéré comme un mécanisme de discipline exercé sur les dirigeants, car ces derniers peuvent avoir des concurrents provenant soit de l'intérieur de la firme (marché de travail interne), soit de l'extérieur de la firme qu'il dirige (marché de travail externe).

Selon Pigé (1996), « *le recrutement des dirigeants n'est effectuée par une promotion interne, lorsque le dirigeant dispose de l'appui des membres de la famille contrôlant l'entreprise, inversement, les dirigeants issus des grands corps de l'état sont intégrés par un recrutement externe, de ce fait le marché de travail n'assumerait véritablement ses fonctions d'évaluation pour les dirigeants non issus de ces filières* »<sup>1</sup>.

#### **2-Le marché des biens et services :**

Le marché des biens et services est considéré comme un mécanisme disciplinaire pour les dirigeants. Il est considéré comme la concurrence qui contraigne les firmes. A cet effet le dirigeant doit préserver la part de marché respectif.

#### **3- Le marché financier :**

Le marché financier est considéré comme un mécanisme de contrôle important car les actionnaires insatisfaits peuvent céder leurs titres, ce qui entraîne une baisse du prix, et peut diminuer la rémunération des dirigeants et une difficulté pour un financement par le marché.

D'après Caby et Hirigoyen (2011)<sup>2</sup>, « *le marché financier est un instrument de contrôle des sociétés* ».

Le marché financier informe les investisseurs par l'évolution des cours des titres, les décisions stratégiques des dirigeants, leurs politiques financières et leurs taux de participations au capital.

<sup>1</sup> Charreaux. G, Desbières. P (1997), op. cit, p09.

<sup>2</sup> Caby et Hirigoyen (2005), op. Cit, p131.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

De ce fait, le système des offres publiques d'achats (OPA) sanctionne les entreprises non performantes.

Plusieurs travaux ont montré que les firmes enregistrent une amélioration de leurs performances suite à leurs introductions en bourse.

### 4- La politique d'endettement :

La politique d'endettement est une politique utilisée indirectement par les actionnaires pour diminuer la marge de liberté des dirigeants et s'approprier la valeur. L'endettement est efficace pour inciter le dirigeant à la bonne gestion et à tenir ses obligations à l'égard des prêteurs.

Selon Jensen et Meckling (1976), « *le financement des entreprises par la dette permet de résoudre le conflit d'intérêt entre les actionnaires et les dirigeants* »<sup>1</sup>.

Selon Albouy (1999), « *plus l'entreprise est endettée, plus le risque de perte d'emploi pour les dirigeants est élevé et plus ils sont incités à être performants* »<sup>2</sup>.

L'endettement limite les problèmes de sous-investissement des dirigeants et inversement selon Alexandre et Paquerot ; le dirigeant utilise les dettes pour s'enraciner.

L'endettement participe à l'augmentation de la richesse des actionnaires, par la réduction des projets à valeur nette négative investis par les dirigeants.

### 5- les banques :

Les banques sont considérées comme un instrument de contrôle très important dans la résolution des conflits entre les dirigeants et les actionnaires à travers leurs participations au conseil d'administration. Les banques ont pour rôle de limiter les problèmes des passagers clandestins.

---

<sup>1</sup> Garfatta. R (2010), « Actionnariat salarié et création de valeur dans le cadre d'une gouvernance actionnariale et partenariale ; Application au contexte français », Thèse de doctorat en sciences de gestion, université Bourgogne, p 35.

<sup>2</sup> Garfatta. R (2010), op.cit, p 36.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

Les banques contrôlent les décisions des dirigeants et surveillent les sources de financement, dans le but d'améliorer la performance des firmes.

Selon Hoshi et al(1991), « *les entreprises ayant un capital détenu par les banques sont les plus performantes* »<sup>1</sup>.

### **6- L'environnement réglementaire :**

Plusieurs organisations internationales ont adopté des différents codes afin de réguler et contrôler les entreprises. En Juillet (2003) le rapport de Greenbury exige aux entreprises « *la présence d'un comité d'audit, l'efficacité du système de contrôle interne, la transparence au niveau des informations divulguées, le contrôle par les commissaires aux comptes, la présence des administrateurs indépendants dans le conseil d'administration* »<sup>2</sup>.

Aux États-Unis, la loi de (1993) exige un comité de contrôle pour les décisions des dirigeants et la présence des administrateurs externe au conseil d'administration.

En (2004), « *la Corporate Law economic, reform program act* » exige aux entreprises de publier les informations portant sur la rémunération des dirigeants par les stocks options.

La commission des opérations de bourse (COB) exige dans l'objectif de protéger les actionnaires, que toute information inexacte non précise et non s'insère divulguée au public entraîne des sanctions.

En France, le rapport Vienot I (1995) exige dans la composition du conseil d'administration, les administrateurs externe et les comités d'audit.

Le deuxième rapport de Vienot II (1999) insiste sur la séparation des fonctions du directeur général et la fonction du président du conseil d'administration.

En (2001), la loi des nouvelles régulations économiques (NRE) porte des règles sur la composition et le fonctionnement du conseil d'administration.

---

<sup>1</sup> Labadi Moufida (2011), « Protection des salariés et des actionnaires et partage de la valeur, effet de complémentaire ou de substituabilité ? », Thèse de doctorat, option finance, école doctorale des sciences de l'homme et de la société, université de REIMS, Champagne-Ardenne, p 30.

<sup>2</sup> Labadi Moufida (2011), Ibid.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

En (2003), la loi de la sécurité financière assure un contrôle efficace sur la direction.

Le rapport de l'OCDE (l'organisation de coopération et de développement économique) est composé de cinq domaines :

- 1- droits des actionnaires : Les actionnaires ont le droit d'accéder aux informations liées au déroulement des assemblées, et de participer et voter aux assemblées générales des actionnaires.
- 2- Le traitement équitable de tous les actionnaires : tous les actionnaires ont le droit au vote et à l'accès aux informations.
- 3- La protection juridique des parties prenantes et faciliter leurs accès aux informations afin de créer de la valeur au profit des Stakholders.
- 4- La transparence des informations.
- 5- Le rôle du conseil d'administration dans la protection des actionnaires et la résolution des conflits d'intérêts.

### **7- L'audit externe :**

Selon Jensen et Meckling, l'audit externe est considéré comme un moyen de régulation des asymétries d'information et la résolution des conflits d'agence. L'efficacité de la qualité de l'audit dépend de la qualité de l'auditeur et de ses travaux réalisés.

Selon Ciron et Taffer (1992), « *la qualité de l'auditeur devrait limiter l'ampleur des manipulations comptables* »<sup>1</sup>.

### **II-Les mécanismes de contrôle interne :**

#### **1-Le conseil d'administration :**

Le conseil d'administration est l'un des mécanismes importants dans la gouvernance des entreprises. Le conseil d'administration a fait l'objet de nombreux débats au cours de la dernière décennie.

---

<sup>1</sup> Dhibi .S (2011), « Rémunération des dirigeants sociaux et gouvernance d'entreprise », mémoire en vue d'obtention du diplôme d'expertise comptable, université de la Manouba, Tunisie, P 26.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

Johnson et al (1996), considèrent que le conseil d'administration à trois grands rôles : contrôle, service et acquisition des ressources.

- le contrôle : Le conseil d'administration a la responsabilité de recruter le dirigeant, de déterminer la rémunération de l'équipe de direction, et de s'assurer à la mise en œuvre de la stratégie de l'entreprise.
- le service : Le conseil d'administration participe au processus de planification stratégique.
- l'acquisition des ressources : Le conseil d'administration facilite l'acquisition des ressources pour l'entreprise<sup>1</sup>.

Selon Jensen et Meckling, le conseil d'administration a pour objectif d'inciter les dirigeants à s'aligner sur les objectifs des actionnaires.

Selon Charreaux .G (1992)<sup>2</sup>, « *que ce soit dans la théorie de l'agence ou dans la théorie des coûts de transactions, le conseil d'administration est chargé de représenter les intérêts des actionnaires, et de discipliner les dirigeants* ».

a) Le rôle du conseil d'administration : le conseil d'administration à plusieurs rôles :

1. Sauvegarder la stabilité de l'entreprise.
2. Surveiller la performance des dirigeants par les rapports des auditeurs internes et externes.
3. Assurer une transparence de l'entreprise par la publication d'informations sur la situation financière.

Selon Naciri (2011)<sup>3</sup>, les fonctions du conseil d'administration sont :

\* surveillance et évaluation.

\* nomination et rémunération.

---

<sup>1</sup> Boujenoui. A et al (2004), « Analyse de l'évolution des mécanismes de gouvernance d'entreprise dans les sociétés d'état au CANADA », Finance Contrôle Stratégie, volume7, n°2. P 98.

<sup>2</sup> Charreaux. G (1992), op.cit, P 26.

<sup>3</sup> Naciri. M (2011), op.cit, p135.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

\* intégrité de divulgation et communication.

Le conseil d'administration doit :

- définir la stratégie de l'entreprise.
- désigner les mandataires sociaux chargés de gérer cette stratégie.
- contrôler la gestion.
- veiller à la qualité de l'information fournie.

Selon Walsh et Seward (1990), « *le conseil d'administration doit évaluer les capacités du dirigeant et les efforts qu'il a fournis* »<sup>1</sup>

Selon Charreaux. G (1992)<sup>2</sup>, « *le conseil d'administration dispose de deux leviers d'action : le mode de rémunération, et le remplacement du dirigeant* ».

- la rémunération des dirigeants : la rémunération des dirigeants permet de résoudre la plupart des conflits. Le mode de rémunération est fait pour contraindre le dirigeant à appliquer la stratégie définie en accord avec le conseil d'administration.
- le remplacement du dirigeant : La performance permet de réduire le changement des dirigeants par le conseil d'administration. Plus la performance est médiocre, plus le changement du dirigeant est élevé.

Le changement du dirigeant a pour objectif d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires. Le dirigeant doit conclure un résultat favorable sur les cours boursiers, afin de diminuer son changement par le conseil d'administration.

Selon Faith, Higgins et Tollison (1984), « *le recours à des cadres externe permet d'éliminer les conséquences des manœuvres d'enracinement, inversement à un recrutement interne qui permet de diminuer l'asymétrie d'information, et de sauvegarder les investissements spécifiques* ».

---

<sup>1</sup> Charreaux. G, (1992) op. cit, p27.

<sup>2</sup> Charreaux. G, (1992) op. cit, p28.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

Shleifer et Vishny (1986) montrent que « *la présence des actionnaires dominants peut renforcer l'efficacité du contrôle du conseil d'administration* »<sup>1</sup>.

Selon Shleifer et Vishny (1989), les facteurs de changement du dirigeant sont<sup>2</sup> :

1- la durée de la fonction du dirigeant : il y'a une relation positive entre la durée des fonctions du PDG et la probabilité de son remplacement.

2- l'âge du dirigeant : il y'a une relation positive entre l'âge du PDG et la probabilité de son remplacement.

3- le cumul des fonctions du dirigeant : il y'a une relation négative entre le cumul des fonctions de PDG et la probabilité de son remplacement.

### b) La composition du conseil d'administration :

Le conseil d'administration regroupe un ensemble de personnes qui assurent son fonctionnement. Ces personnes sont appelées les « administrateurs ».

Selon la théorie de l'agence l'efficacité et la composition du conseil d'administration dépend de son degré d'indépendance. Le degré d'indépendance du conseil d'administration se réfère à la répartition entre membres externes (ceux qui ne sont pas des employés actuels ou passés de l'entreprise et qui n'ont pas de relation d'affaire avec elle), et membres internes (exécutifs)<sup>3</sup>, et aussi la séparation ou non de la fonction du directeur général, et la fonction du président du conseil d'administration.

### c) L'indépendance des administrateurs :

Les membres du conseil d'administration se divisent en deux parties : les administrateurs internes (exécutifs) et les administrateurs externes.

---

<sup>1</sup> Charreaux. G, (1992) op. cit, p31.

<sup>2</sup> Finet. A et Labelle. R (2004), « Les facteurs de changements des dirigeants : une étude empirique sur le NASDAQ », Finance Contrôle Stratégie, volume 7, p 240.

<sup>3</sup> Boujenoui. A et al (2004), op.cit, p 99.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

Le rapport Bouton définit les administrateurs externes par les personnes qui n'ont aucune relation avec l'entreprise. Selon ce rapport l'administrateur indépendant ne doit pas être : Un salarié, le président ou directeur général de la société, un actionnaire important de la société de son groupe.

La question qui se pose : est-ce que la présence des administrateurs externes dans le conseil d'administration augmentent-elles la performance des entreprises ? Cette question a fait l'objet de nombreuses études, principalement par les pionniers de la théorie de l'agence Fama et Jensen (1983), qui démontrent que les conseils d'administration comportant une grande proportion de membres externes seraient plus efficaces dans le contrôle, et la limitation de l'opportunisme des dirigeants. De plus ces conseils peuvent remplacer le dirigeant en cas de mauvaise performance. Cela montre que la présence des administrateurs externes compétents au sein du conseil d'administration renforce son efficacité, et permet d'assurer un équilibre entre les membres.

Pfeffer.J (1981), défend l'idée de la théorie de l'agence, et affirme que la présence des administrateurs interne au sein du conseil d'administration évite de critiquer leurs dirigeants en ayant peur de perdre leurs postes, cela conduit les dirigeant à sélectionner la majorité des membres du conseil d'administration de l'intérieur de l'entreprise pour le rendre moins efficace.

Les études sont contradictoires en ce qui concerne la présence des administrateurs internes au sein du conseil d'administration. Weisbach (1988), affirme que les administrateurs internes possèdent plus d'information sur les entreprises, ce qui les incitent à fournir des propositions de valeur pour les dirigeants.

Enfin, l'indépendance des administrateurs externes dans le conseil d'administration est objective dans la détermination de la rémunération des dirigeants, et l'augmentation de la performance d'entreprise, mais selon Charreaux G, et Pitol-Belin (1990), l'échec des administrateurs externes dans le contrôle des dirigeants s'explique par une collusion entre ces administrateurs et les dirigeants.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Labadi Moufida (2011), op.cit. , p 37.



## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

### d) L'indépendance du président du conseil d'administration :

Selon Fama et Jensen (1983), l'indépendance du conseil d'administration dépend de la séparation au non de la fonction du directeur général et celle du président du conseil d'administration.

Selon Fama, les coûts d'agence peuvent être réduits par la séparation des fonctions de gestion et la fonction du contrôle.

Selon Charreaux .G et Pitol –Belin.J.P (1990)<sup>1</sup>, « *un conseil d'administration est performant lorsqu'il y'a une séparation entre la fonction de décision et de propriété* ».

Selon le même auteur, la qualité des fonctions peut être la cause des risques d'opportunisme, et peut influencer les décisions du conseil d'administration.

En revanche, quant aux courants non contractuels de la théorie des organisations, montrent que le cumul des deux fonctions (la fonction du contrôle et de gestion) est un moyen de renforcer le leadership. Ce cumul évite la mauvaise communication.

Dans la même idée, Fosberg et Nelson (1999), montrent que la dualité des fonctions mène à une meilleure performance.

Selon Brickley (1997), la dualité des fonctions facilite la prise de décision, et améliore la performance des entreprises.

### e) La taille du conseil d'administration :

La taille du conseil d'administration peut influencer sur l'efficacité et le fonctionnement du conseil d'administration. La question qui se pose ; est ce que la performance dépend de la taille du conseil d'administration ? Pour cela plusieurs études ont étudié l'impact de la taille du conseil d'administration sur la performance des entreprises, dont les résultats sont contradictoires.

---

<sup>1</sup> Charreaux .G et Pitol-Belin.J.P (1990), « Le conseil d'administration », Vuibert Gestion, p5.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

Selon Jensen. M.C (1993)<sup>1</sup>, « *la taille optimale du conseil d'administration ne doit pas dépasser huit membres* », afin de garantir une bonne coordination entre les membres. Selon cet auteur le conseil d'administration d'une grande taille est moins efficace dans son fonctionnement, car l'augmentation du nombre des administrateurs rend le processus de prise de décision plus difficile.

Ginglinger (2002) et Weisbach(2003), pensent que le conseil d'administration de grande taille augmente les conflits entre les membres.

Inversement à la théorie de l'agence, l'étude d'Adams et Mehran(2002) sur les banques ; leurs résultats ont montré que le conseil d'administration de grande taille augmente la performance des banques.

Dans la même idée, Pearce et Zahra (1992) affirment qu'il y'a une relation positive entre la taille du conseil d'administration et la performance des entreprises. D'autres auteurs se basent sur l'hypothèse qu'un conseil d'administration actif augmente la performance des entreprises.

Le nombre d'administration au sein du conseil d'administration est ambigu, mais ces derniers devraient être compétents, disponibles et indépendants.

f) Les types du conseil d'administration : Pearce et Zahra proposent quatre types de conseils d'administration :

- les conseils d'administration dominants (proactif) : Dans ce type de conseil d'administration, le rapport de force est en faveur des administrateurs qui déterminent les orientations stratégiques.
- les conseils d'administrations participatifs : Dans ce type de conseil les dirigeants dominant, mais ils gardent un rôle déterminant dans l'élaboration de la stratégie.
- les conseils d'administrations contrôleurs (caretaker) : Dans ce type de conseil, les dirigeants sont dominés, et leur rôle reste limité.

---

<sup>1</sup> Jensen. MC (1993), « The modern industrial revolution and the failure of internal control system », journal of Finance, vol 48, p 833.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

- les conseils d'administration formels (statutory) : Dans ce type de conseil, les dirigeants sont dominants, et le rôle du conseil est peu actif<sup>1</sup>.

Le tableau suivant montre les types du conseil d'administration.

**Tableau n°2-6 : la typologie des conseils d'administration**

Activité (implication dans l'élaboration de la stratégie).			
Pouvoir du conseil d'administration sur les dirigeants.		<b>Faible</b>	<b>Forte</b>
	<b>Fort</b>	Contrôleur	Dominant
	<b>Faible</b>	Formel	Participatif
Source : Charreaux G, Pitol-Belin (1991), « Le conseil d'administration lieu de confrontation entre dirigeants et actionnaires », IAE DIJON - Faculté de Science Economique et de Gestion, p 6.			

Davies (2002), propose aussi deux types de conseil d'administration :

- le conseil d'administration « chien de garde » : dans ce type de conseil, ce dernier a pour objectif la fonction de surveillance.
- le conseil d'administration leader : dans ce type de conseil, ce dernier a pour but la formulation de la stratégie afin de protéger les intérêts des actionnaires.

<sup>1</sup> Charreaux G, Pitol-Belin (1991), op.cit, p5.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

### **2- La rémunération des dirigeants :**

Le mode de rémunération des dirigeants est l'un des mécanismes internes clé pour contraindre les dirigeants à appliquer la stratégie définie avec le conseil d'administration. Le mode de rémunération des dirigeants doit être conforme à l'intérêt des actionnaires.

Selon Miller, Scholes (1982), Smith et Watts (1982), il existe trois catégories de système de rémunération :

- a) les rémunérations indépendantes de la performance réalisée : L'exemple des salaires, retraites et assurance vie.
- b) les rémunérations dépendantes de la performance réalisée : cette rémunération est évaluée à partir des cours boursiers, l'exemple des attributions d'actions aux dirigeants et les stock-options.
- c) les rémunérations qui dépendent des mesures comptables de la performance : l'exemple des bonus<sup>1</sup>.

Le système de rémunération des dirigeants en général prend deux formes :

- a) la rémunération fixe : la partie fixe de la rémunération apporte aux dirigeants une certaine protection.

Selon Hart (1995), la partie fixe de la rémunération permet une répartition optimale du risque entre les actionnaires et le dirigeant.

- b) la rémunération variable : face à l'incertitude de l'environnement il est nécessaire de mettre en place une rémunération variable à côté d'une rémunération fixe. En effet, les dirigeants se trouvent motivés par une augmentation de leurs rémunérations.

La rémunération variable rend le dirigeant contingent aux critères de la performance de l'entreprise.

---

<sup>1</sup> Charreaux. G (1996b), « Pour une véritable théorie de latitude managériale et du gouvernement d'entreprise », Revue Française de Gestion, p52.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

Selon Caby et Hirigoyen (2001)<sup>1</sup>, « *la participation du manager au capital de l'entreprise touche sa richesse personnelle et peut être considérée aussi comme un moyen pour l'inciter à servir l'intérêt des principaux* ». En revanche, Jensen et Fama (1983) contestent cette idée qui favorise l'enracinement des dirigeants<sup>2</sup>.

Miller et Piotroski (2000), « *ont introduit la notion de la rémunération par les stock-options qui est une autre forme d'incitation financière qui pousse les dirigeants à la publication des informations favorables* »<sup>3</sup>. Les stock-options ou les plans d'options, ce sont les actions achetées par le dirigeant de leur propre entreprise à un prix fixé d'avance.

Selon Klassen et Mawani (2000), les fréquences des publications volontaires sont associées à la rémunération des dirigeants sous forme de stock-options.

Hall et Libermann expliquent que la performance de l'entreprise est augmentée par les plans des stock-options.

Selon la théorie du signal (Kalay 1980, Bhattacharya 1979, John et Williams 1985, Miller et Rock 1985), les plans des stock-options seraient l'un des signaux efficaces<sup>4</sup>.

La rémunération par les stock-options a pour objectif de contrôler les dirigeants par le versement de ce dernier des bénéfices réalisés aux actionnaires, au lieu de les investir dans des projets non rentables, et de minimiser les conflits entre les actionnaires et le dirigeant.

Enfin, la rémunération des dirigeants est une incitation financière, a pour objectif la création de valeur pour les actionnaires.

### **3- L'audit interne (le comité d'audit) :**

Le comité d'audit joue un rôle très important dans la protection des intérêts des actionnaires et les autres parties prenantes.

---

<sup>1</sup> Caby et Hirigoyen (2001), « la création de l'entreprise » 2<sup>ème</sup> édition, Economica, p

<sup>2</sup> Garfatta. R (2010), op. cit, p 38.

<sup>3</sup> Miller et al (2000), « Forward- looking earnings, statements, market response » working paper , p

<sup>4</sup> Bhattacharya. S (1979), « Imperfect information, dividend, policy and the bird in the hand », *Fallay the bell journal of economics*, Vol 10, n° 1, p 260.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

L'audit interne est un mécanisme de gouvernance pour réduire le risque d'opportunisme. L'audit interne joue un rôle dans l'évaluation du processus de gestion et de contrôle interne de l'entreprise.

Le comité d'audit a pour objectif d'améliorer l'information produite par l'entreprise et l'efficacité des résultats comptables. La loi SARBANES Oxley impose aux membres du comité d'audit qu'ils soient des membres du conseil d'administration. Cette loi exige aussi l'indépendance de tous les membres du comité, et chaque membre du comité possède une expertise financière.

## Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel

---

### Conclusion

La firme est un ensemble de contrats conclus entre les différentes parties prenantes : actionnaires, créanciers, salariés, dirigeants, clients, fournisseurs, pouvoirs public. Les conflits d'intérêts naissent lors de la répartition de la valeur ajoutée et chacune des parties procède à augmenter sa part au détriment des autres. De ce fait, plusieurs mécanismes sont mis en place afin de protéger les actionnaires et assurer une meilleure répartition de la valeur ajoutée. Le système de gouvernement des entreprises regroupe un ensemble de mécanismes permettant d'exercer un contrôle sur les dirigeants et d'influencer leurs décisions dans l'objectif de créer de la valeur ajoutée au profit de la firme.

Dans ce deuxième chapitre nous avons exposé le cadre conceptuel de la gouvernance d'entreprise. Nous avons présenté dans notre première section du chapitre les lois de bonne conduite en matière de gouvernance ; qui visent à améliorer les systèmes de contrôle des entreprises, et renforcer l'indépendance des conseils d'administration, la structure de propriété et les droits des actionnaires.

Dans la deuxième section, nous avons passé en revue de littérature en premier lieu, la nature du conflit d'intérêt et les types du conflit contractuels. Dans un second lieu, nous avons constaté les différents courants de la gouvernance d'entreprise : la gouvernance actionnariale, partenariale, cognitive et comportementale.

Dans la dernière section, nous avons présenté les mécanismes externe (le marché de travail, le marché des biens et services, le marché financiers et les banque) et internes (le conseil d'administration, la rémunération des dirigeants, l'audit interne) de la gouvernance des entreprises, dans le but de limiter l'espace discrétionnaire du dirigeant. De même nous nous sommes basées sur le conseil d'administration comme mécanismes interne de gouvernance, qui dispose d'une fonction principale relative à la réduction du pouvoir discrétionnaire des dirigeants. Le conseil d'administration joue un rôle important dans la procuration des ressources et la détermination des choix stratégiques.

# Chapitre III : Revue de la littérature empirique



## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

---

### **Introduction :**

Au cœur de gouvernance, tous les économistes s'accordent qu'elle est basée sur la relation conflictuelle entre propriétaire et dirigeant.

La relation performance gouvernance a fait l'objet de plusieurs études théoriques et empiriques, qui ont essayé d'établir un lien entre le mécanisme de contrôle de la gouvernance et la performance des entreprises.

La gouvernance a été représentée à travers plusieurs mécanismes représentant ces différents aspects. Plusieurs auteurs ont traité l'impact des dirigeants sur la performance, cité par Charreaux .G (1992), Walsh et Seward (1990) qui attestent qu'une performance médiocre est le résultat de l'incompétence du dirigeant.

Omri (2002), dans le contexte tunisien, a démontré qu'il y'a un effet négatif entre la participation du dirigeant dans le capital et la performance des entreprises tunisiennes, ce résultat est conforme à la théorie de l'enracinement.

Les études de Coughlan et Schmidt.C (1995), Warner, Watts et Wruck (1988) affirment une relation significative entre la rotation des dirigeants et la mauvaise performance, par contre l'étude de Weisbach (1988) a fait ressortir une corrélation très forte entre la rotation des dirigeants et les indicateurs de performance.

D'autres études ont traité l'impact du conseil d'administration sur la performance. L'aspect le plus étudié du conseil d'administration est sa taille. L'étude de Pearce et Zahra (1992) a démontré que la faible performance résulte de la petite taille du conseil, et une bonne performance s'accompagne d'un accroissement de la taille du conseil d'administration.

Godard (2002), a fait une comparaison entre les entreprises ayant un conseil restreint et les entreprises ayant un conseil large.

Haniffa et Hudaiba (2006), démontrent que la taille du conseil d'administration est positivement significative à la performance des entreprises.

Byrd et Hickman (1992), démontrent qu'il y'a une relation positive entre l'indépendance du conseil et la performance des entreprises.

Boyd (1995), trouve que les entreprises ayant une structure duale sont les plus performantes.

Le conseil d'administration comme mécanisme interne de gouvernance, dispose d'une fonction principale relative à la réduction du pouvoir discrétionnaire des dirigeants et par la suite à gérer la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants. Sa composition doit en conséquence permettre une gestion efficace de cette relation.

## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

---

En effet, un balayage sur les principales études portant sur le thème du conseil d'administration nous a permis d'identifier plusieurs indices associés à l'efficacité du contrôle exercé par ce mécanisme, il s'agit principalement de la taille du conseil. Le nombre des réunions, l'indépendance des administrateurs, ainsi le cumul des rôles du directeur général et le président du conseil.

Le conseil d'administration joue un rôle important dans la procuration des ressources, la détermination des choix stratégiques et surtout dans la résolution des conflits d'intérêts entre le dirigeant et les différentes parties prenantes.

## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

---

### **Section 1 : Etudes antérieures sur l'effet des déterminants de la gouvernance sur la performance des entreprises :**

Le concept de la performance occupe une place centrale dans les mécanismes de contrôle. L'effet des déterminants de la gouvernance sur la performance a été fortement contesté dans la littérature.

Godard (2001), a essayé d'étudier l'impact des déterminants de la taille du conseil d'administration sur la gouvernance, sur un échantillon de 241 entreprises cotées en bourse, durant la période de 1988 à 1992. L'auteur a utilisé une régression linéaire multiples, en utilisant les variables suivantes :

- La domination du dirigeant.
- La structure de propriété.
- La stratégie de l'entreprise.
- L'incertitude de l'environnement qui est mesurée par le taux de croissance des ventes.
- La taille de l'entreprise.

Les résultats de cette étude montrent que la taille du conseil d'administration seule ne suffit pas d'expliquer des différences de performance entre entreprises. Donc elle doit combiner à la composition du conseil pour avoir une influence sur l'efficacité.

Omri (2003), a essayé d'analyser l'impact des différentes variables de gouvernance sur la performance des entreprises tunisiennes, sur un échantillon de 43 entreprises cotées en bourse des valeurs mobilières de Tunis, sur une période de six ans de 1995 à 2000. L'auteur a utilisé les techniques d'estimation des données de panel.

L'auteur a déterminé un ensemble de variable pour le système de gouvernance :

- pourcentages du capital détenu par le dirigeant.
- présence des actionnaires minoritaires.
- Présence des actionnaires majoritaires.
- ancienneté du dirigeant dans la direction.
- changement de l'ancien directeur de l'entreprise.
- expérience du dirigeant dans d'autres entreprises comme PDG.
- la taille du conseil d'administration.

## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

---

Pour mesurer la performance de l'entreprise, l'auteur a utilisé le ratio de marris et le rendement des actifs.

Cette étude a montré une relation positive entre les modes de gouvernance et la performance de l'entreprise.

André et Schiehl (2004), ont essayé d'étudier l'impact des systèmes de gouvernance, et des actionnaires dominants sur la performance future des entreprises canadiennes, sur un échantillon de 178 sociétés cotées en bourse, durant une période de trois ans de 1997 à 1999. Ces auteurs ont utilisé les données de panel. Pour mesurer la performance, les auteurs ont utilisé comme mesure le Q de Tobin.

Les variables de gouvernance utilisées sont :

- Le pourcentage des administrateurs indépendants dans le conseil d'administration.
- La dualité des fonctions dans le conseil d'administration.
- La taille du conseil d'administration.
- Le niveau de propriété des dirigeants.
- Le niveau de propriété des actionnaires.
- La rémunération des dirigeants.

Les variables de contrôle utilisées sont :

- la taille de l'entreprise.
- l'endettement de l'entreprise.

Les résultats de cette étude ont montré que la rémunération, l'indépendance, la présence des actionnaires dominants ont un effet significatif et positif sur la performance, alors qu'il existe un effet négatif de la participation du dirigeant au capital sur la performance.

Boujenoui et al. (2004), ont analysé l'évolution des caractéristiques du conseil d'administration des sociétés d'état canadiennes. Ces auteurs ont fait une comparaison avec le secteur privée, sur un échantillon de 25 sociétés d'état, durant la période de 1976 à 2000.

Ces auteurs ont utilisé les données de panel, à partir des variables suivantes :

1) Variables des caractéristiques du conseil d'administration :

- La taille du conseil d'administration.
- Le pourcentage des femmes.
- L'indépendance du conseil d'administration.
- Le cumul des fonctions dans le conseil d'administration.

## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

---

### 2) Variables des comités du conseil d'administration :

- Le comité d'audit.
- Le comité de nomination.
- Le comité de rémunération.

Les résultats de cette étude ont montré que le fonctionnement du conseil d'administration dans les entreprises d'état était moins stable que le secteur privé.

Mattoussi et Mahfouth (2006), ont essayé d'analyser l'impact de la composition du conseil d'administration sur la gestion opportuniste des résultats, pour un échantillon de 128 sociétés françaises cotées à la bourse de paris, de 1994 à 1999.

Les auteurs ont utilisé une régression linéaire sur les variables suivantes :

#### 1) les variables explicatives :

- le pourcentage d'administrateur externe.
- La dualité des fonctions.
- La taille du conseil d'administration.
- Niveau de propriété managériale.
- La taille de la firme.
- Le niveau d'endettement.
- L'existence d'un comité d'audit.

#### 2) La variable à expliquer : la valeur absolue des accruals discrétionnaires mesurée par le model de Jones.

Les résultats ont montré que la présence des administrateurs externes est déterminante dans la limitation du comportement opportuniste des dirigeants et plus la taille du conseil d'administration augmente, plus la pratique de la gestion opportuniste des résultats diminue.

Louizi (2006), a étudié l'impact du conseil d'administration sur la performance des banques tunisiennes, sur un échantillon de 10 banques tunisiennes, sur une période de 1990 à 2004. L'auteur a utilisé un panel homogène, sur les variables suivantes :

#### 1) Les variables de contrôle :

- La taille de la banque.
- Le taux d'endettement.

#### 2) Les variables liées au conseil d'administration :

- La taille du conseil d'administration.
- Le pourcentage des administrateurs externes.

## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

---

- Pourcentage des administrateurs étrangers.
- Le pourcentage des administrateurs représentants l'état.
- La dualité des fonctions.

3) Les variables de la performance : l'auteur a utilisé le rendement comptable ROA et ROE pour mesurer la performance comptable.

Les résultats de cette étude ont montré que la taille du conseil d'administration, la présence des administrateurs externes et la dualité des fonctions influencent positivement sur la performance des banques tunisiennes.

Hannifa et Hudaib (2006), ont étudié l'effet de la gouvernance sur la performance de 347 firmes malaisiennes, durant la période allant de 1996 jusqu'à 2000. Les auteurs ont utilisé les variables suivantes :

- La performance des entreprises comme variable dépendante mesurée par le Q de Tobin.
- La taille du conseil d'administration.
- La dualité.
- La concentration du capital des dirigeants.

Les résultats du modèle estimé sur les données de panel ont montré que la taille du conseil d'administration est positivement liée à la performance des entreprises.

Noubbigh (2008), a traité l'impact des mécanismes de gouvernance et de l'audit sur la performance de l'entreprise, sur un échantillon de 21 entreprises tunisiennes cotées en bourse. La période d'étude s'étale entre 2002 et 2006. L'auteur a utilisé les données de panel à effet fixe pour l'estimation empirique des variables suivantes :

- 1) La performance mesurée par le ROA, Q de Tobin et le ratio de marris.
- 2) Les variables de gouvernance : la taille du conseil d'administration, son indépendance, et la concentration du capital.
- 3) Les variables d'audit : l'indépendance de l'auditeur et sa compétence.

Les résultats de cette recherche ont montré que les mécanismes de gouvernance ont un impact sur la performance. L'auteur ajoute qu'une entreprise performante a intérêt d'avoir un actionnariat dispersé afin de limiter les interventions indésirables des investisseurs, par contre un actionnariat concentré favorise un contrôle actif.

Rachdi et El Gaid (2009), ont pour objectif de déterminer l'effet des caractéristiques du conseil d'administration sur la performance des entreprises américaines, sur un échantillon de

## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

---

100 entreprises américaines cotées en bourse, durant la période 2001 - 2003. Les auteurs ont utilisé des techniques économétriques d'estimation sur donnée de panel, pour les variables suivantes :

1) les variables explicatives :

- Le nombre d'administrateur indépendant.
- Le cumul des fonctions.
- L'activité du conseil d'administration (le nombre des réunions).
- La taille du conseil d'administration.
- La taille de l'entreprise.
- L'endettement de l'entreprise.
- Interaction entre la dualité et l'indépendance du conseil d'administration.

2) La variable à expliquer : les auteurs ont mesuré la performance par le ROA.

Les résultats de cette recherche ont montré qu'il y a une relation significative et positive entre l'indépendance du conseil d'administration et la performance des entreprises, et une relation négative et significative entre la dualité et la performance. Ce résultat est conforme à la théorie de l'agence.

Karoui.L et al (2010), ont pour objectif de déterminer d'autres types de variables impliquant les conseils d'administration avec un pouvoir explicatif plus important, sur un échantillon de 123 PME françaises opérant dans divers secteurs d'activités. Durant l'année 2005.

Les auteurs ont utilisé la méthode des données de panel, et les variables suivantes : la taille du conseil d'administration, la fréquence des réunions du conseil, la rencontre informelle du conseil, la durée des réunions, la proportion des administrateurs indépendants.

Le résultat des données de panel est le suivant : la performance du conseil d'administration n'est pas tant reliée aux déterminants dits traditionnels mais plutôt à des compétences des administrateurs ainsi que les modes de fonctionnement du conseil d'administration.

Boudriga et al. (2011), ont pour objectif d'analyser l'impact des caractéristiques du conseil d'administration et la qualité d'audit sur le risque de crédit de 90 banques tunisiennes cotées, durant la période 1998 – 2006.

Les auteurs ont utilisé la méthode de panel à erreurs standards corrigées, et les variables suivantes : la taille du conseil, l'indépendance du conseil, l'affiliation des administrateurs, la présence des administrateurs institutionnels, la qualité d'audit et la taille de la banque.

## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

---

Les résultats de l'étude sont comme suit :

- Un conseil d'administration restreint, composé d'administrateurs étrangers semble contribuer au risque de crédit.
- La présence d'administrateurs institutionnels au sein des banques réduit le taux de prix non performants.
- La qualité d'audit ne favorise pas un meilleur gouvernement des banques tunisiennes.

Khemkhem (2011), a essayé d'étudier le lien entre les caractéristiques du conseil d'administration et les coûts du capital des entreprises canadiennes, et la différence entre la réglementation canadienne et la réglementation américaine , pour un échantillon de 139 entreprises canadiennes cotées en bourse de Toronto, entre 2004 et 2006.

L'auteur a utilisé un modèle à équation simple (régression linéaire simple), sur les variables suivantes :

- 1) Les variables explicatives (les caractéristiques du conseil d'administration) :
  - L'asymétrie d'information.
  - La taille de l'entreprise.
  - Le ratio d'endettement.
  - Le risque de l'entreprise.
- 2) la variable à expliquer : le coût du capital mesuré par la formule d'Ohlson et Jueltner – Nauroth (actualisation des dividendes).

Les résultats de cette étude ont montré qu'il y'a une relation positive entre la non dualité et la taille du conseil avec le coût du capital et une relation négative entre l'ensemble des caractères des comités et le coût du capital.

Kolsi et Ghorbel (2011), ont étudié l'effet des mécanismes de gouvernance sur la performance financière et boursière dans les entreprises canadiennes, cette étude se constitue sur 134 entreprises canadiennes cotées à la bourse de Toronto. Les données sont relatives à l'année 2007, les auteurs ont utilisé la méthode de régression MCO.

Deux types de mesure pour la performance ont été pris en comptes par ces auteurs : la performance boursière mesurée par le market to book MTB, et la performance financière mesurée par la rentabilité des capitaux ROA, et la ROE.

Les auteurs ont utilisé les variables indépendantes suivantes :



## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

---

- 1) Les variables de gouvernance : la composition du conseil d'administration, l'actionnariat et la compensation, les droits des actionnaires et la divulgation de l'information.
- 2) Les variables de contrôle : l'âge de l'entreprise, la taille de l'entreprise, et l'endettement de l'entreprise.

Les résultats de cette étude ont montré qu'il existe un effet positif et significatif des variables de la gouvernance sur la performance financière, et un effet non significatif sur la performance boursière.

Triki et Bouaziz (2012), ont essayé d'étudier l'impact du conseil d'administration sur la performance financière des entreprises tunisiennes, sur un échantillon de 26 entreprises tunisiennes cotées à la bourse des valeurs mobilières de Tunis (BVMT), sur une période qui s'étale sur 4 ans de 2007 à 2010.

Ces auteurs ont utilisée trois modèles de régressions linéaires pour tester l'existence d'un certain déterminisme des caractéristiques du conseil d'administration sur la performance financière mesurée par trois différents ratios : le ROA, le ROE et le Q de Tobin.

Les variables explicatives utilisées par ces auteurs : l'indépendance du conseil, la taille du conseil, la fréquence des réunions, le cumul des fonctions de décision et de contrôle ainsi que le degré d'indépendance du comité d'audit et la diversité genre du conseil d'administration.

Les résultats de cette étude se résument dans les points suivants :

- La fréquence des réunions affecte positivement la performance.
- L'endettement et la taille des firmes ont un effet négatif sur la performance.
- Le cumul des fonctions et l'indépendance du comité d'audit ont un effet positif sur la performance des firmes.

Cavaco et al. (2012), ont essayé d'étudier le lien entre la composition du conseil d'administration et la performance de 341 sociétés françaises cotées, entre 2003 et 2011.

Les auteurs ont utilisé ROA, ROE et Q de Tobin pour mesurer la performance, et comme variables explicatives : la taille du conseil d'administration, l'indépendance du conseil, la diversité au sein du conseil et le cumul des mandats.

Les résultats de la méthode des données de panel à effet fixe ont montré que la composition du conseil d'administration n'est pas neutre et que l'indépendance des administrateurs influe négativement sur la performance, par contre, la proportion des femmes a un effet positif sur la performance.

## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

---

Obama (2013), dans son étude a essayé de tester l'effet de la gouvernance sur la performance des entreprises camerounaises, sur un échantillon de 120 entreprises familiales, représentant quatre régions de Cameroun, pour l'année 2013.

L'auteur a utilisé la méthode d'analyse de l'enveloppement des données (AED) et une estimation économétrique d'un modèle empirique de régression.

Les variables utilisées dans cette étude sont comme suit :

- 1) Les variables explicatives :
  - La taille du conseil d'administration.
  - La concentration de la propriété.
  - L'âge du dirigeant.
- 2) Les variables des caractéristiques de l'entreprise :
  - La taille de l'entreprise.
  - L'opportunité de croissance.
- 3) Les variables à expliquer : l'auteur a mesuré la performance de l'entreprise familiale à travers deux indicateurs comptables :
  - L'indice de rentabilité commerciale, qui mesure la rentabilité à court terme RC.
  - La rentabilité moyenne des investissements de la même période, qui mesure la rentabilité à court terme RL.

Les résultats de la recherche ont montré qu'un système de gouvernance permet de maximiser la rentabilité, et les entreprises qui disposent d'une grande taille du conseil d'administration sont plus efficaces que les entreprises de taille plus petite.

De même cet auteur a montré que la concentration du capital constitue une bonne pratique visant à améliorer le système de gouvernance, et plus l'efficacité de la gouvernance s'améliore moins l'âge du dirigeant est important .

Mkadmi et Halioui (2013), ont essayé d'analyser empiriquement les effets des mécanismes de la gouvernance sur la performance, sur un échantillon de 17 banques commerciales malaisiennes cotées en bourse, durant la période 2000 - 2011.

Les auteurs ont utilisé les données de panel, sur les variables suivantes :

- 1) Les variables du contrôle :
  - La taille de la banque.
  - L'âge de la banque.
  - Le taux d'endettement.

## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

---

2) Les variables liées au conseil d'administration :

- La taille du conseil d'administration.
- L'indépendance des administrateurs externes.
- La dualité des fonctions.

3) La variable à expliquer (la performance) : les auteurs ont mesuré la performance par les mesures comptables (ROA, ROE) et le coefficient d'exploitation (COSR).

Les résultats de cette étude indiquent que l'effet de la composition du conseil d'administration sur la performance, présente des résultats divergents. Ce résultat met l'accent sur l'existence d'autres caractéristiques.

L'objectif de l'étude de Kkamchet el Mehdi (2014) est d'analyser empiriquement l'effet des caractéristiques du conseil d'administration sur la performance de 100 PME tunisiennes, durant l'année 2012 en utilisant une régression linéaire sur les données de panel.

L'auteur a utilisé les variables suivantes :

1) Variables de la structure du conseil d'administration :

- La fraction des administrateurs externe.
- La taille du conseil d'administration.
- La dualité.
- L'existence de comités spécialisés.
- La propriété des administrateurs (la part du capital détenu par les administrateurs).

2) Les variables du fonctionnement du conseil d'administration :

- Le Nombre de réunion du conseil d'administration.
- La durée de réunion.
- Le taux de présence des administrateurs.
- Le degré d'information des administrateurs.

3) Les variables de contrôle :

- La taille des PME.
- Le potentiel de croissance.

4) La variable à expliquer : RA (Rendement de l'actif) et REP (Rendement des fonds propres).

Les résultats de cette étude sont comme suit :

- L'existence d'un effet négatif des administrateurs externes sur la performance des PME tunisiennes.
- La taille du conseil d'administration n'a aucun effet sur la performance.

## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

---

- Le cumul des fonctions du président du conseil d'administration et de la direction générale a un effet positif sur la performance des PME.
- La concentration du pouvoir entre la main d'une seule personne à savoir le dirigeant, permet de renforcer le pouvoir du leadership et permet également de contourner les problèmes de transfert incomplet des informations.
- La part détenue par les administrateurs a un effet positif sur la performance.

D'une manière générale, les résultats dégagés de cette étude ont montré que parmi les variables relatives au conseil d'administration, seule la variable de degré d'information des administrateurs avant réunions qui n'est pas significative.

Barruet (2014), a essayé d'étudier la relation qui existe entre la composition et le fonctionnement du conseil d'administration avec la performance économique des entreprises françaises. Cette étude empirique analyse un échantillon de 188 entreprises françaises du SBF250 sur l'exercice de l'année 2011 à travers les modèles de régression linéaire multiple. Cet auteur a utilisé le ROA et le ROE pour mesurer la performance financière, et le ratio market to book pour mesurer la performance boursière.

Les variables explicatives utilisées par cet auteur sont : la taille du conseil d'administration, assiduité des administrateurs du conseil d'administration, la dissociation des fonctions du conseil d'administration, la diversité du genre et l'indépendance du conseil d'administration.

Les variables de contrôle : la taille de l'entreprise, l'endettement, et le secteur d'activité.

Les résultats de cette étude démontrent que l'indépendance du conseil d'administration influence négativement la performance financière des sociétés étudiées, cette étude ne relève pas de relation significative entre la taille du conseil, le taux d'assiduité des administrateurs et la dissociation des activités de gestion et de contrôle avec la performance des sociétés, alors que la fréquence des réunions affecte positivement la performance des entreprises étudiées. .

Sangué - Fotso (2015) , a essayé de cerner le lien entre la structure du contrôle à travers la concentration du capital, la nature de l'actionnariat et les caractéristiques du conseil d'administration sur la performance de 50 entreprises camerounaises durant la période 2010 – 2012 en utilisant une estimation économétrique sur données de panel.

L'auteur a utilisé les variables suivantes :

- 1) Variables de performance financière : ROA et ROE.
- 2) Variables de structure du conseil d'administration :
  - L'expérience internationale des administrateurs.

## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

---

- La fréquence des réunions du conseil mesurée par le nombre de réunion.

3) Variables de contrôle :

- La taille de l'entreprise.

- Le secteur d'activité.

Les résultats de cette étude montrent que le nombre de réunion influe négativement sur la performance, la fréquence des réunions du conseil entraîne des frais et la présence des administrateurs a un effet positif sur la performance.

Triki et Bouaziz (2012), ont essayé de tester l'efficacité des facteurs relatifs au conseil d'administration sur la performance de 26 entreprises tunisiennes cotées à la bourse de Tunis pour une période de 2007 à 2010 tout en utilisant un modèle de régression linéaire.

Les auteurs ont utilisé les variables suivantes :

1) Les variables dépendantes : la performance des entreprises mesurée par ROA, ROE et Q de Tobin.

2) Les variables indépendantes :

- Variables du conseil d'administration : indépendance du conseil d'administration, taille du conseil d'administration, cumul des fonctions, taille du comité d'audit, indépendance du comité d'audit, fréquences des réunions.

3) les Variables de contrôle : niveau d'endettement, taille de la firme.

Les résultats de cette étude se résument dans les points suivants :

- La fréquence des réunions affectent positivement la performance.

- L'endettement et la taille des firmes ont un effet négatif sur la performance.

- Le cumul des fonctions et l'indépendance du comité d'audit ont un effet positif sur la performance des firmes.

L'objectif de l'étude d'Ammar et Nakaa (2016) est d'analyser l'impact des caractéristiques du conseil d'administration sur la performance de 11 banques commerciales tunisiennes cotées en bourse. L'intervalle de l'étude est de 10 ans s'étalant de 2005 à 2014.

Les auteurs ont utilisé le ROA et le ROE pour mesurer la performance et les variables explicatives suivantes : la taille du conseil d'administration, pourcentage des administrateurs externes, pourcentage des femmes, fréquence des réunions, la taille de la banque.

Les résultats des données de panel sont les suivants :

- La taille du conseil d'administration est positivement liée à la performance économique et financière des banques tunisiennes.

## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

---

- La variable de présence des administrateurs externes au sein du conseil est négativement liée à la performance économique et financière.
- La présence des femmes et le nombre de réunion du conseil n'ont aucun effet sur la performance.

## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

Les différents travaux empiriques sont résumés dans le tableau suivant :

Auteur	Objectif de l'étude	Echantillon	Périodicité	Variables utilisées	Méthodes utilisées	Résultats empiriques
Godard (2001)	étudier l'impact des déterminants de la taille du conseil d'administration sur la gouvernance.	241 entreprises cotées en bourse.	1988 - 1992	<ul style="list-style-type: none"> <li>-La domination du dirigeant.</li> <li>-La structure de propriété.</li> <li>-La stratégie de l'entreprise.</li> <li>- le taux de croissance des ventes.</li> <li>-La taille de l'entreprise.</li> </ul>	régression linéaire multiples	Les résultats de cette étude montrent que la taille du conseil d'administration seule ne suffit pas d'expliquer des différences de performance entre entreprises.
Omri (2003)	l'impact des différentes variables de gouvernance sur la performance des entreprises tunisiennes	43 entreprises cotées en bourse des valeurs mobilières de Tunis	1995 - 2000	<ul style="list-style-type: none"> <li>pourcentages du capital détenu par le dirigeant.</li> <li>- présence des actionnaires minoritaires.</li> <li>- Présence des actionnaires majoritaires.</li> <li>- ancienneté du dirigeant dans la direction.</li> <li>- changement de l'ancien directeur de l'entreprise.</li> <li>- expérience du dirigeant dans d'autre</li> </ul>	Données de panel	une relation positive entre les modes de gouvernance et la performance de l'entreprise.

### Chapitre III : Revue de la littérature empirique

				<p>entreprise comme dirigeant.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- la taille du conseil d'administration.</li> <li>-le ratio de marris</li> <li>-le rendement des actifs.</li> </ul>		
Boujenui et al. (2004), ,	ont analysé l'évolution des caractéristiques du conseil d'administration des sociétés d'état canadiennes.	25 sociétés d'état	1976 -2000	<ul style="list-style-type: none"> <li>-La taille du conseil d'administration.</li> <li>-Le pourcentage des femmes.</li> <li>-L'indépendance du conseil d'administration.</li> <li>-Le cumul des fonctions dans le conseil d'administration.</li> <li>-Le comité d'audit.</li> <li>-Le comité de nomination.</li> <li>-Le comité de rémunération.</li> </ul>	données de panel.	Les résultats de cette étude ont montré que le fonctionnement du conseil d'administration dans les entreprises d'état était moins stable que le secteur privé.
Mattoussi et Mahfouth (2006)	d'analyser l'impact de la composition du conseil d'administration sur la gestion opportuniste des résultats	128 sociétés françaises cotées à la bourse de paris	1994 - 1999	<ul style="list-style-type: none"> <li>-le pourcentage d'administrateur externe.</li> <li>-La dualité des fonctions.</li> <li>-La taille du conseil d'administration.</li> <li>-Niveau de propriété managériale.</li> </ul>	régression linéaire	Les résultats ont montré que la présence des administrateurs externes est déterminante dans la limitation du comportement opportuniste des dirigeants et quand la taille du conseil d'administration augmente, la pratique



### Chapitre III : Revue de la littérature empirique

				<ul style="list-style-type: none"> <li>-La taille de la firme.</li> <li>-Le niveau d'endettement.</li> <li>-L'existence d'un comité d'audit.</li> <li>-la valeur absolue des accruals discrétionnaires.</li> </ul>		de la gestion opportuniste des résultats diminue.
Louizi (2006)	l'impact du conseil d'administration sur la performance des banques tunisiennes.	10 banques tunisiennes	1990 -2004	<ul style="list-style-type: none"> <li>-La taille de la banque.</li> <li>-Le taux d'endettement.</li> <li>-La taille du conseil d'administration.</li> <li>-Le pourcentage des administrateurs externes.</li> <li>-Pourcentage des administrateurs étrangers.</li> <li>-Le pourcentage des administrateurs représentant l'état.</li> <li>-La dualité des fonctions.</li> <li>-rendement comptable ROA et ROE.</li> </ul>	données de panel	Les résultats de cette étude ont montré que la taille du conseil d'administration, la présence des administrateurs externe et la dualité des fonctions influencent positivement sur la performance des banques tunisiennes.
Hannifa et Hudaib (2006)	l'effet de la gouvernance sur la	347 firmes malaisiennes	1996 - 2000	<ul style="list-style-type: none"> <li>-le Q de Tobin ;</li> <li>-La taille du conseil</li> </ul>	données de panel	Les résultats ont montré que la taille du conseil d'administration est positivement liée à la performance des

## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

	performance			d'administration ; -La dualité ; -La concentration du capital des dirigeants. .		entreprises
Noubbigh.E (2008)	l'impact des mécanismes de gouvernance et de l'audit sur la performance de l'entreprise	21 entreprises tunisiennes cotées en bourse.	2002–2006	-le ROA, Q de Tobin et le ratio de marris. -la taille du conseil d'administration et son indépendance, et la concentration du capital. -l'indépendance de l'auditeur et sa compétence.	données de panel	Les résultats de cette recherche ont montré que les mécanismes de gouvernance ont un impact sur la performance. L'auteur ajoute qu'une entreprise performante à intérêt d'avoir un actionariat dispersé afin de limiter les interventions indésirables des investisseurs, par contre un actionariat concentré favorise un control actif.
Rachdi et El Gaid (2009)	déterminer l'effet des caractéristiques du conseil d'administration sur la performance des entreprises américaines	100 entreprises américaines cotées en bourse	2001 - 2003	-Le nombre d'administrateur indépendant. -Le cumul des fonctions. -L'activité du conseil d'administration (le nombre des réunions).	données de panel	Les résultats de cette recherche ont montré qu'il y a une relation significative et positive entre l'indépendance du conseil d'administration et la performance des entreprises, et une relation négative et

### Chapitre III : Revue de la littérature empirique

				<ul style="list-style-type: none"> <li>-La taille du conseil d'administration.</li> <li>-La taille de l'entreprise.</li> <li>-L'endettement de l'entreprise.</li> <li>-Interaction entre la dualité et l'indépendance du conseil d'administration.</li> <li>-le ROA.</li> </ul>		significative entre la dualité et la performance. Ce résultat est conforme à la théorie de l'agence.
Karaoui.L et al(2010)	déterminer d'autres types de variables impliquant les conseils d'administration avec un pouvoir explicatif plus important.	123 PME françaises	2005	<ul style="list-style-type: none"> <li>-la taille du conseil d'administration</li> <li>- la fréquence des réunions du conseil</li> <li>- la rencontre informelle du conseil</li> <li>- la durée des réunions, la proportion des administrateurs indépendants.</li> </ul>	données de panel	Les résultats montrent que la performance du conseil d'administration n'est pas reliées aux déterminants dits traditionnels mais plutôt à des compétences des administrateurs ainsi que les modes de fonctionnement du conseil d'administration.
Boudriga et al. (2011)	analyser l'impact des caractéristiques du conseil d'administration et la qualité d'audit sur le risque du	90 banques tunisiennes cotées	1998 – 2006	<ul style="list-style-type: none"> <li>-la taille du conseil.</li> <li>-l'indépendance du conseil. -</li> <li>l'affiliation des administrateurs.</li> <li>- la présence des administrateurs institutionnels.</li> <li>la qualité d'audit.</li> </ul>	méthode du panel	Les résultats de l'étude ont montré que : <ul style="list-style-type: none"> <li>-Un conseil d'administration restreint, composé d'administrateurs étrangers semblent contribuer le risque de crédit ;</li> <li>-La présence d'administrateurs institutionnels au sein des banques</li> </ul>

## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

	crédit			la taille de la banque.		réduit le taux de prix non performants -La qualité d'audit ne favorise pas un meilleur gouvernement des banques tunisiennes.
Khemkhem (2011)	étudier le lien entre les caractéristiques du conseil d'administration et les couts du capital des entreprises canadiennes, et la différence entre la réglementation canadienne et la réglementation américaine	139 entreprises canadiennes cotées en bourse de TORONTO	2004 - 2006.	-L'asymétrie d'information. -La taille de l'entreprise. -Le ratio d'endettement. -Le risque de l'entreprise. -la formule d'Ohlson et Jueltner–Nauroth (actualisation des dividendes).	Régression linéaire simple	Les résultats de cette étude ont montré qu'il y'a une relation positive entre la non dualité et la taille du conseil avec le cout du capital et une relation négative entre l'ensemble des caractères des comités et le cout du capital.
Kolsi et Ghorbel (2011)	l'effet des mécanismes de gouvernance sur la performance financière et boursière	134 entreprises canadiennes cotées à la bourse de TORONTO	2007	-MTB -ROA, ROE. -la composition du conseil d'administration, l'actionnariat et la compensation, les droits des	MCO	Les résultats de cette étude ont montré qu'il existe un effet positif et significatif des variables de la gouvernance sur la performance financière, et un effet non significatif sur la performance

### Chapitre III : Revue de la littérature empirique

	dans les entreprises canadienne			actionnaires et la divulgation de l'information. -l'âge de l'entreprise, la taille de l'entreprise ; et l'endettement de l'entreprise.		boursière.
Triki et Bouaziz (2012)	l'impact du conseil d'administration sur la performance financière des entreprises tunisiennes	26 entreprises tunisiennes cotées sur la bourse des valeurs mobilières de Tunis (BVMT),	2007-2010	-le ROA, le ROE et le Q de Tobin. -l'indépendance du conseil, la taille du conseil, le cumul des fonctions de décision et de contrôle ainsi que le degré d'indépendance du comité d'audit et la diversité genre du conseil d'administration.	régressions linéaires	Les résultats de cette étude montrent l'importance de l'impact des caractéristiques du conseil d'administration sur la performance financière des entreprises tunisiennes.
Cavaco et al. (2012)	étudier le lien entre la composition du conseil d'administration et la performance	341 sociétés françaises cotées	2003 - 2011	-ROA, ROE et Q de Tobin -la taille du conseil d'administration. -l'indépendance du conseil. -la diversité au sein du conseil et le cumul des mandats.	les données de panel .	Les résultats ont montré que la composition du conseil d'administration n'est pas neutre et que l'indépendance des administrateurs influe négativement la performance, par contre, la proportion des femmes a un effet positif sur la performance.

### Chapitre III : Revue de la littérature empirique

Obama (2013)	l'effet de la gouvernance sur la performance des entreprises camerounaises	120 entreprises familiales	2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>-La taille du conseil d'administration.</li> <li>-La concentration de la propriété.</li> <li>-L'âge du dirigeant.</li> <li>-La taille de l'entreprise.</li> <li>-L'opportunité de croissance.</li> <li>-L'indice de rentabilité commerciale.</li> <li>-La rentabilité moyenne des investissements.</li> </ul>	la méthode d'analyse de l'enveloppe ment des données (AED)	<p>Les résultats de la recherche ont montrés qu'un système de gouvernance permet de maximiser la rentabilité, et les entreprises qui disposent d'une grande taille du conseil d'administration sont plus efficaces que les entreprises avec une taille plus petite.</p> <p>De même cet auteur a montré que la concentration du capital constitue une bonne pratique visant à améliorer le système de gouvernance, et plus l'efficience de la gouvernance s'améliore moins l'âge du dirigeant est important .</p>
Mkadmi et Halioui (2013)	Analyser empiriquement les effets des mécanismes de la gouvernance sur la	17 banques commerciales malaisiennes cotées en bourse	2000 - 2011	<ul style="list-style-type: none"> <li>-La taille de la banque.</li> <li>-L'âge de la banque.</li> <li>-Le taux d'endettement.</li> <li>-La taille du conseil d'administration.</li> </ul>	les données de panel,	Les résultats de cette étude indiquent que l'effet de la composition du conseil d'administration sur la performance, présente des résultats divergents. Ce résultat met l'accent sur l'existence

### Chapitre III : Revue de la littérature empirique

	performance.			<ul style="list-style-type: none"> <li>-L'indépendance des administrateurs externes.</li> <li>-La dualité des fonctions.</li> <li>-le ROA, ROE et le coefficient d'exploitation (COSR).</li> </ul>		d'autres caractéristiques.
Kkamchet EL Mehdi (2014)	Analyser empiriquement l'effet des caractéristiques du conseil d'administration sur la performance	100 PME tunisiennes	2012	<ul style="list-style-type: none"> <li>-La fraction des administrateurs externe</li> <li>-La taille du conseil d'administration</li> <li>-La dualité L'existence de comités spécialisés</li> <li>-La propriété des administrateurs (la part du capital détenu par les administrateurs).</li> <li>-Nombre de réunion du conseil d'administration ;</li> <li>-Durée de réunion</li> <li>-Le taux de présence des administrateurs.</li> <li>-Le degré d'information des administrateurs.</li> </ul>	régression linéaire	<p>Les résultats de cette étude sont comme suit :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-L'existence d'un effet négatif des administrateurs externes sur la performance des PME tunisiennes.</li> <li>-La taille du conseil d'administration n'a aucun effet sur la performance.</li> <li>-Le cumul des fonctions du président du conseil d'administration et de la direction générale a un effet positif sur la performance des PME.</li> <li>-La concentration du pouvoir entre la main d'une seule personne o savoir le dirigeant, permet de renforcer le pouvoir du leadership et permet également de contourner les problèmes</li> </ul>

### Chapitre III : Revue de la littérature empirique

---

				-La taille des PME ; -Potentiel de croissance. -RA (Rendement de l'actif) et REP (Rendement des fonds propres).		de transfert incomplet des informations- La part détenue par les administrateurs a un effet positif sur la performance.
--	--	--	--	--	--	---



## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

---

### **Section 2 : Etudes antérieures sur l'effet du fonctionnement du conseil d'administration sur la performance des entreprises :**

Plusieurs auteurs s'entendent sur le fait que le conseil d'administration est le premier organe de contrôle des dirigeants dans l'entreprise (Naciri 2008, Fama et Jensen 1983, Charreaux 1997), et plusieurs études se sont intéressées à la relation entre les caractéristiques du conseil d'administration et la performance.

L'impact du fonctionnement du conseil d'administration sur la performance présente des résultats divergents.

Le conseil d'administration est considéré comme l'un des principaux instruments de gouvernance permettant de remédier aux carences des gestionnaires. Plusieurs éléments se combinent pour avoir une bonne composition du conseil d'administration (la présence des administrateurs externes indépendants, la dualité, la taille du conseil, la rotation des dirigeants, la fréquence des réunions...). La composition du conseil d'administration et son effet sur la performance des entreprises a fait l'objet de plusieurs études.

#### **1- La taille du conseil d'administration :**

Plusieurs études empiriques concernant l'impact de la taille du conseil sur la performance ont présenté des résultats divergents. La littérature n'a pas pu définir une taille optimale pour le conseil.

La littérature économique a permis de conclure qu'il y'a des conclusions contradictoires entre la taille du conseil d'administration et la performance.

La taille du conseil est aussi considérée comme une variable pouvant avoir un effet significatif sur son efficacité (André et Schiehl 2004).

Certains auteurs semblent en faveur d'un conseil de grande taille, dans un environnement incertain, plus la taille du conseil est grande plus les administrateurs peuvent améliorer la performance et exercer un contrôle efficace sur le dirigeant.

Pearce et Zahra (1989), sont en faveur d'un conseil de grande taille qui favorise la diversité, l'expérience et la sécurisation des ressources. Ces auteurs ont montré l'existence d'une relation positive entre la taille du conseil d'administration et la performance, ils ont

## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

---

conclu qu'un conseil composé d'un nombre élevé d'administrateurs peut surveiller les décisions prises par les dirigeants.

De Même Gobard, Provan (1980), Godard et Schatt (2004), démontrent qu'il existe une relation positive entre la taille du conseil et la performance des entreprises. Ces auteurs montrent l'absence de l'effet de la taille du conseil sur la performance des entreprises françaises, et ceci quelles que soient les mesures de performance utilisées.

Pearce et Zahra (1989), Adams et Mehran (2003) trouvent que les entreprises ayant un conseil d'administration de grande taille réalisent de meilleures performances.

Un autre courant de la littérature montre que les conseils de grande taille sont moins efficaces et ont un impact négatif sur la performance, lorsque le conseil est de grande taille, cela peut présenter une barrière au contrôle de la gestion de l'entreprise à cause de la mauvaise coordination, flexibilité et communication.

Selon les résultats de Yermack (1996) et S. Bahagat et Black (2002), la taille du conseil a un effet négatif sur la performance dans la mesure où le conseil d'administration perd de son efficacité lorsque sa taille augmente.

Bhagat et Black (2002), affirment que le conseil d'une petite taille crée plus de valeur que les conseils de grande taille.

Ce critère à fait l'objet de plusieurs jugements et reflète le nombre des administrateurs au sein du conseil vu que ces dernières sont capables de contrôler les dirigeants.

Tandis que Yermack (1996) a montré l'existence d'une relation négative entre la taille du conseil d'administration et la performance, vu que la présence d'un nombre réduit des administrateurs augmente le risque de vocation des dirigeants.

Dans le même cadre Jensen (1983) voit que plus la taille du conseil est petite, plus la surveillance est efficace.

L'exemple de la taille du conseil d'administration dans quelques pays :

- Les états unis utilisent huit membres pour le conseil.

## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

---

- La France utilise un conseil composé de trois membres au moins et dix-huit au maximum. (Même cas pour la Tunisie).
- L'Allemagne choisit une taille moyenne de dix-huit avec un minimum de trois.

La théorie de l'agence voit qu'une taille élevée favorise la domination et l'autorité des dirigeants, et une naissance des conflits au sein de l'organisation, ce qui signifie une relation négative entre les deux variables (c'est-à-dire la taille du conseil doit être composée de sept à huit membres).

Cette idée est confirmée par plusieurs auteurs qui ont conclu que la taille du conseil et négativement liée à la performance (Weisbach 2003).

D'autre part, d'autres théories ont montré l'inverse, Adams et Mehran (2003-2005) ont conclu que les conseils d'administrations de taille importante (plus de 16 membres, plus la performance n'est élevée).

Le tableau suivant résume les principales caractéristiques des études portant sur la relation entre la taille du conseil d'administration et la performance des entreprises :

## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

**Tableau 3-1: Caractéristiques principales des études sur la relation entre la taille du conseil et la performance**

Etudes en faveur des conseils élargis	Etude en faveur des conseils restreints	Aucune relation entre la taille du conseil et la performance
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Chaganti, Mahajan et Sharma (1985)</li> <li>- Echantillons appariés sur la période 1970 –1976. Entreprises de commerce de détail.</li> <li>-Mesure de Performance = variable binaire : faillite/pas faillite.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Judge et Zeithaml (1992).</li> <li>-Modèle d'équations structurelles.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Pichard-Stamford (1998).</li> <li>- Régressions logistiques pour 242 entreprises françaises.</li> <li>- Performance boursière.</li> <li>- Période d'étude : 1988-1992.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Zahra et Stanton (1988)</li> <li>- Analyse canonique.</li> <li>- 6 mesures de performance (rentabilité financière, bénéfice par action, dividende par action, bénéfice, marge bénéficiaire nette, ventes/capitalisation boursière)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kini et al. (1995).</li> <li>- Période 1958 –1984.</li> <li>- Echantillon : 244 entreprises ayant fait l'objet d'OPA réussies</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Barnhart, Wayne Marr et Rosenstein (1994).</li> <li>- mesure de Performance = valeur marché/valeur comptable des actions.</li> <li>- Période d'étude : 1990-1992.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Pearce et Zahra (1992).</li> <li>- Etude des corrélations sur la période 1983 –1989.</li> <li>- 4 mesures de performance (rentabilité économique, rentabilité financière, bénéfice par action, marge bénéficiaire nette).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Yermack (1996).</li> <li>- mesure de Performance = Q de Tobin.</li> <li>- Période d'étude : 1984-1991.</li> <li>- Régressions.</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Dalton, Daily, Johnson et Ellstrand (1999).</li> <li>- Procédure méta-analytique 27 études avec 131 échantillons et 20 620 entreprises.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Eisenberg, Sundgren et Wells (1998).</li> <li>- mesure de Performance = rentabilité des actifs.</li> <li>- Période d'étude : 1992-1994.</li> <li>- Echantillon : 785 entreprises en bonne santé et 94 entreprises en faillite (Finlande).</li> <li>- Régressions.</li> </ul>	
<p>Source : Godard.L (2011), « La taille du conseil d'administration : déterminants et impact sur la performance », cahier du FARGO, p17.</p>		

## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

---

### **2- La dualité des fonctions et la performance :**

La structure moniste ou duale, il s'agit d'une variable dichotomique de valeur égale à 1 s'il y'a une séparation entre la fonction de directeur général et la fonction du président du conseil d'administration et 0 Sinon.

Cette caractéristique influence l'efficacité du contrôle exercé par les administrateurs au sein du conseil d'administration.

Selon Brickley et Al (1997), la dualité signifie l'attribution de la même personne en tant que directeur général, ainsi que président du conseil d'administration pour la même période.

Plusieurs études empiriques concernant l'impact de la dualité des fonctions sur la performance ont présenté des résultats divergents.

La théorie de l'agence prévoit que le cumul des fonctions de directeur général et du président du conseil est considéré comme un obstacle à l'efficacité des mécanismes de contrôle exercé par le conseil d'administration.

Selon Rachdi et al (2009), l'étude de la relation entre la dualité et la performance a produit une combinaison entre la théorie d'agence et de stewardship. La première défend l'idée qui plaide en faveur la séparation de décision et de contrôle, alors que la deuxième privilège la dualité des fonctions de décision et de contrôle pour exacerber les performances des entreprises.

La théorie de l'agence de Jensen et Meckling (1976), affirment que la séparation des fonctions de gestion et de contrôle réduit les coûts d'agence et améliore la performance des firmes. De ce fait le dirigeant directeur général va privilégier ses propres intérêts.

Dans le même sillon, Sarkar et al (2009), considèrent la dualité comme un obstacle devant le rôle du conseil d'administration, car le cumul des fonctions permet d'encourager l'opportunisme du dirigeant.

Les défenseurs de la dualité exigent la présence d'un seul responsable qui a pour mission de tracer les stratégies et les politiques de l'entreprise.

## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

---

Tuggle (2008), avance que le partage du pouvoir entre le président directeur général et le conseil représente un facteur qui peut déterminer la capacité du manager dans l'exercice de ses fonctions.

Godard et Schatt (2004), trouvent que les entreprises ayant un cumul des fonctions sont plus rentables sur le long terme.

L'étude Bhagat et Bolton (2008), met en évidence une relation négative et significative entre la dualité et la performance de l'entreprise.

### **3- Le nombre de réunions du conseil (la fréquence des réunions):**

Un balayage de littérature économique et financière nous a permis de conclure que le lien entre la fréquence des réunions du conseil d'administration et la performance débouche sur des conclusions contradictoires.

Le nombre des réunions tenues par le conseil d'administration est un élément déterminant pour que le conseil accomplisse son rôle de surveillance.

La fréquence des réunions est mesurée par le nombre de réunions tenues par an. La multiplication de réunion peut entraîner des coûts. Cette dernière peut être considérée comme étant un élément clé pour l'efficacité du conseil.

Godard (2004), prévoit que l'augmentation significative du nombre des réunions du conseil a un impact positif sur la performance des entreprises françaises. Le nombre de réunion du conseil d'administration coopère à une diminution des asymétries de l'information. Une augmentation habituelle des réunions du conseil d'administration à un contrôle solide sur le dirigeant.

Dans le même sillon, Davidson et al (1998), ont trouvé une relation positive entre la performance financière des entreprises et le nombre des réunions du conseil d'administration.

Jensen (1993), Vafeas (1999), suppose que les réunions ne sont pas nécessairement utiles parce que le peu de temps dont disposent les administrateurs serait gaspillé dans les tâches de routine et non dans le but de contrôler la gestion de l'entreprise.

## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

---

### **4- Indépendance des membres du conseil et performance :**

Il s'agit de la caractéristique la plus importante du conseil d'administration. Cette notion a occupé l'intérêt de plusieurs recherches, en effet ; la littérature a souligné l'efficacité de l'indépendance du conseil comme étant un mécanisme qui réduit la latitude du manager et son opportunisme.

L'influence de la présence d'administrateur indépendant au sein du conseil d'administration sur la performance était la problématique de plusieurs chercheurs. La littérature a souligné l'efficacité de l'indépendance du conseil d'administration comme étant un mécanisme réduisant la latitude du manager et son opportunisme.

De nombreuses recherches ont montré qu'une proportion élevée des administrateurs indépendants dans le conseil d'administration améliore la qualité de la publication financière et la performance financière des entreprises (Chen et Al 2000).

Les administrateurs externes peuvent s'opposer librement aux prises de décision, en favorisant la maximisation de la richesse des actionnaires.

Plusieurs travaux antérieurs ont montré que la présence d'administrateurs externes a un effet positif sur la performance (Byrd et Al 1992), ainsi Lee et Al (1992) qui supposent que la présence des administrateurs externes protège les intérêts des actionnaires.

Rosenstein et Wyatt (1990) ont montré que la désignation d'un nouvel administrateur externe indépendant entraîne une amélioration significative de la performance de l'entreprise.

Black et Al (2006), Lefort et Urzua (2008), affirment que la présence des administrateurs externes au conseil d'administration favorise positivement la performance de la firme.

D'autres comme Bhagat et Black (2000), démontrent qu'il y'a une relation non significative entre la fraction des administrateurs externes et la performance.

En France, l'indépendance n'a pas de valeur juridique, le code de commerce prévoit simplement qu'un tiers maximum des administrateurs soient salariés.

En Grande-Bretagne les recommandations du « *Combined code* » confèrent une valeur réglementaire aux principes d'indépendance.

## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

---

Aux Etats-Unis, la régulation des sociétés cotées doivent être composés d'une majorité d'administrateur indépendant.

Fama et Jensen (1983), affirment que les administrateurs externes de nature indépendants contribuent à un contrôle efficace des dirigeants. L'efficacité des administrateurs externes provient de leur réputation sur le marché de travail des hauts managers.

Lefort et Urzua (2008), affirment sur une étude de 160 entreprises Chiliennes, que l'indépendance du conseil favorise positivement la performance de la firme.

Une seconde vague de recherche soutient que l'indépendance du conseil d'administration influence négativement la performance de l'entreprise.

Weisbach (2000), stipule qu'il existe une relation négative entre la présence des administrateurs externes et la performance, il voit que les administrateurs externes sont incompétents pour surveiller efficacement les dirigeants.

Adam et Mahran (2003), confirment que la proportion des administrateurs externes et indépendants n'améliore pas la performance de l'entreprise. De même Bhagat et Bolton (2008) rejoignent cette idée et affirment que l'indépendance des conseils ne favorise pas la performance.

Agrawal et Knoeber (1996), Bhagat et Black (2000) ainsi que Bhagat et Bolton (2008), affirment que l'effet de l'indépendance du conseil d'administration serait négativement lié à la performance de l'entreprise

Yermack (1996), Dalton (1998) n'arrivent pas d'établir un lien significatif entre l'indépendance du conseil d'administration et le conseil d'administration.



## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

Les différents travaux empiriques sur l'effet du fonctionnement du conseil d'administration sur la performance sont résumés dans le tableau suivant :

Auteurs	Variables de l'étude	Résultats
Provan (1980)	-La taille du conseil d'administration.	Il existe une relation positive entre la taille du conseil et la performance des entreprises.
Fama et Jensen (1983) Jensen et Meckling (1976)	-La taille du conseil d'administration. -la dualité du conseil d'administration. -l'indépendance du conseil.	-plus la taille du conseil est petite, plus la surveillance est efficace.  - la séparation des fonctions de gestion et de contrôle réduit les couts d'agence et améliore la performance des firmes. -les administrateurs externes de nature indépendants contribuent à un contrôle efficace des dirigeants.
Pearce et Zahra (1989)	-la taille du conseil d'administration.	Le conseil de grande taille favorise la diversité, l'expérience et la sécurisation des ressources.
Byrd et al (1992)	-l'indépendance du conseil d'administration.	la présence d'administrateurs externe à un effet positif sur la performance.
Lee et al (1992)	-l'indépendance du conseil d'administration.	la présence d'administrateurs externe à un effet positif sur la performance
Jensen (1993)	-la taille du conseil d'administration. -Le nombre des réunions du conseil.	-plus la taille du conseil est petite plus la surveillance est efficace. - les réunions ne sont pas nécessairement utiles parce que le peu de temps dont disposent les administrateurs serait gaspillé dans les taches de routine et non dans le but de contrôler la gestion de l'entreprise.
Yermack (1996)	-la taille du conseil d'administration. -l'indépendance du conseil d'administration.	-une relation négative entre la taille du conseil d'administration et la performance, vu que la

## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

		<p>présence d'un nombre réduit des administrateurs augmente le risque de vocations des dirigeantes.</p> <p>- une relation non significative entre l'indépendance et le conseil d'administration.</p>
Agrawal et Knoeber(1996)	-l'indépendance du conseil d'administration.	l'indépendance du conseil d'administration est négativement liée à la performance de l'entreprise.
Brickley et al (1997)	-la dualité dans le conseil d'administration.	- les entreprises ayant un cumul des fonctions ne sont pas rentables.
Dalton (1998)	-l'indépendance du conseil d'administration.	une relation non significative entre l'indépendance et le conseil d'administration.
Davidson et al (1998)	-La fréquence des réunions	une relation positive entre la performance financière des entreprises et le nombre des réunions du conseil d'administration.
Vafeas (1999)	- La fréquence des réunions	les réunions ne sont pas nécessairement utiles parce que le peu de temps dont dispose les administrateurs serait gaspillé dans les tâches de routine et non dans le but de contrôler la gestion de l'entreprise.
Chen et al (2000)	-l'indépendance du conseil d'administration.	une proportion élevée d'administrateur indépendant dans le conseil d'administration améliore la qualité de la publication financière et la performance financière des entreprises.
Bhagat et Black (2002)	-la taille du conseil d'administration. -l'indépendance du conseil d'administration.	-le conseil d'une petite taille crée plus de valeur que les conseils de grande taille.

## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

		- l'indépendance du conseil d'administration est négativement liée à la performance de l'entreprise.
Adams et Mehran (2003)	-la taille du conseil d'administration. -l'indépendance du conseil d'administration.	-les entreprises ayant un conseil d'administration de grande taille réalisent de meilleures performances. -la proportion des administrateurs externes et indépendants n'améliore pas la performance de l'entreprise.
Weisbach (2003)	-la taille du conseil d'administration. -l'indépendance du conseil d'administration.	-la taille du conseil et négativement liée à la performance. -une relation négative entre la présence des administrateurs externes et la performance, car les administrateurs externes sont incompetents pour surveiller efficacement les dirigeants.
Godard et Schatt (2004)	-la taille du conseil d'administration. -le nombre des réunions du conseil d'administration. -La dualité du conseil d'administration.	-Il existe une relation positive entre la taille du conseil et la performance des entreprises. - l'augmentation significative du nombre de réunions du conseil à un impact positif sur la performance des entreprises françaises. - les entreprises ayant un cumul des fonctions sont plus rentables sur le long terme.

## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

Black et al (2006)	-l'indépendance du conseil d'administration.	la présence des administrateurs externe au conseil favorisent positivement la performance de la firme.
Tuggle (2008)	-la dualité du conseil d'administration.	-le partage du pouvoir entre le président directeur général et le conseil représente un facteur qui peut déterminer la capacité du manager dans l'exercice de ses fonctions.
Bhagat et Bolton (2008)	-la dualité du conseil d'administration. -l'indépendance du conseil d'administration.	- une relation négative et significative entre la dualité et la performance de l'entreprise. - l'indépendance des conseils ne favorise pas la performance.
Lefort et Urzua (2008)	-l'indépendance du conseil.	l'indépendance du conseil favorise positivement la performance de la firme.
Sarkar et al (2009)	-la dualité du conseil d'administration.	la dualité est un obstacle devant le rôle du conseil d'administration, car le cumul des fonctions permet d'encourager l'opportunisme du dirigeant.

## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

---

### Conclusion :

Les chercheurs économistes ont produit un long débat pour savoir si la gouvernance des entreprises a un impact sur la performance. De ce fait, plusieurs écoles de pensée ont émergé.

Les années 1990, ont connu de nombreuses défaillances de plusieurs grandes entreprises. Les exemples d'Enron aux Etats-Unis, télécom et Vivendi Universal en France. La faiblesse des mécanismes de gouvernance au sein de ces entreprises et l'opportunisme des dirigeants, étaient les principales causes de ces défaillances (Chatelin et Trébucq 2003).

Dans ce contexte, les recherches se sont multipliées pour donner les déterminants d'un système de gouvernance efficace. La littérature révèle une association entre les systèmes de gouvernance et la performance des entreprises, mais la recherche empirique sur cette association n'a pas fourni des résultats concluants.

Plusieurs auteurs insistent sur le rôle primordial de la gouvernance dans la performance, que ce soit au profit des actionnaires ou de celui de l'ensemble des parties actives au sein de l'entreprise. De ce fait la gouvernance agit à travers plusieurs mécanismes visant l'augmentation de la valeur de l'entreprise et la minimisation de l'espace discrétionnaire du dirigeant. Il est donc évident qu'une bonne gouvernance influence positivement la performance des entreprises.

La littérature économique a essayé de considérer la relation entre la gouvernance et la performance. La plupart de ces travaux ont montré que la gouvernance a un effet significatif sur la performance de l'entreprise et sur sa valeur sur le marché. Parmi ces études, nous pouvons citer celle d'Omri. A(2003) qui affirme qu'il existe une relation statistiquement significative entre les modes de gouvernance et la performance des entreprises tunisiennes.

André et Schiehl (2004), affirment qu'il existe une association entre les systèmes de gouvernance et la performance des entreprises, leurs résultats montrent que le conseil d'administration constitue un facteur déterminant de la gouvernance pour améliorer la performance.

Boujenoui et al (2004), ont fait une comparaison de l'évolution des caractéristiques de gouvernance des sociétés d'Etat canadiennes avec le secteur privé, leurs résultats montrent que le fonctionnement des mécanismes de gouvernance dans les entreprises d'Etat était moins stable que dans le secteur privé.

Kolsi et Ghorbel (2014), ont essayé d'étudier l'effet de la gouvernance sur la performance financière et boursière des entreprises canadiennes, leurs résultats ont montré que l'effet de la gouvernance est significatif sur la performance financière et n'est pas significatif sur la performance boursière.

## Chapitre III : Revue de la littérature empirique

---

L'étude de Louizi (2007), affirme que la mise en place des mécanismes de gouvernance est un atout que l'entreprise pourrait utiliser pour avoir un avantage concurrentiel en attirant le capital, et en réduisant les risques financiers pour les investisseurs.

En d'autres termes, les pratiques de gouvernance n'affectent pas de la même façon la performance des entreprises, car les effets des mécanismes de gouvernance peuvent être différents, et l'impact de certains mécanismes peut être compensé par l'effet de certains autres.

Le conseil d'administration est considéré comme l'un des principaux instruments de gouvernance permettant de remédier aux carences des gestionnaires (Naciri 2008). Plusieurs éléments se combinent pour avoir une bonne composition du conseil d'administration (la présence des administrateurs externes indépendants, la dualité, la taille du conseil, la rotation des dirigeants, la fréquence des réunions...).

La composition du conseil d'administration et son effet sur la performance des entreprises a fait l'objet de plusieurs études. Parmi ces études, nous pouvons citer celle de Hermalin et Weisbach (2003) qui qualifient le conseil d'administration comme «cœur de la gouvernance».

Louizi (2007), affirme que dans un environnement caractérisé par des changements rapides, le conseil d'administration consiste à dépasser son rôle traditionnel, selon cet auteur le conseil doit améliorer l'indépendance du conseil, sa composition, sa transparence et sa responsabilité envers les actionnaires.

Selon Mejdoub (2008), la séparation des fonctions du président du conseil d'administration et du directeur général permet de réduire les coûts d'agence et améliore ainsi la performance.

Certaines autres études se sont intéressées à l'effet de la taille du conseil d'administration sur la performance des entreprises. La taille du conseil est aussi considérée comme une variable pouvant avoir un effet significatif sur son efficacité (André et Schiehl 2004).

Selon les résultats de Yermack (1996) et Bahagat et Black (2002), la taille du conseil a un effet négatif sur la performance dans la mesure où le conseil d'administration perd de son efficacité lorsque sa taille augmente. Contrairement à ces résultats, ceux de Godard (2001) montrent l'absence de l'effet de la taille du conseil sur la performance des entreprises françaises. Et ceci quelles que soient les mesures de performance utilisées.

**Chapitre IV : investigation  
empirique sur les entreprises  
algériennes cotées en bourse**

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

### **Introduction**

Dans les deux chapitres précédents, nous avons vu que la nature de la relation propriétaire / dirigeant dépend d'un certain nombre de facteurs liés à l'existence d'intérêts opposés. Les résultats des études empiriques, menés par plusieurs chercheurs ont montré que les contextes macroéconomiques et institutionnels ont leur poids sur la nature de cette relation.

La structure d'une économie, les règles qui régissent son fonctionnement, la politique économique, sont les principales variables qui affectent les décisions de financement, de rémunération des actionnaires et la rentabilité des entreprises et par conséquent, les relations de gouvernance.

Cependant, malgré la diversité de ces travaux théoriques et empiriques, la question des déterminants de la relation propriétaire / dirigeant reste toujours ouverte. De plus, la plupart de la littérature porte sur l'étude dans les pays développés.

Notre démarche, dans ce chapitre, consiste à apporter un nouvel éclairage sur les déterminants de la relation propriétaire / dirigeant dans les entreprises algériennes.

Notre objectif est de montrer les facteurs qui influent le plus la performance des entreprises algériennes. Pour ce faire, nous présenterons dans une première section la gouvernance des entreprises algériennes, Une première section sera réservée à la gouvernance d'entreprise en Algérie où nous nous focaliserons sur la bourse d'Alger et les sociétés par actions. Dans la deuxième section, nous allons étudier les déterminants de cette relation sur un panel d'entreprises algériennes cotées en bourse, pour cela nous formulons des variables explicatives de cette relation issues de la littérature théorique et empirique, et enfin nous vérifions les différentes hypothèses empiriquement grâce à la méthodologie des données de panel et l'estimateur des moindres carrés ordinaires.



## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

### **Section 1 : La gouvernance d'entreprise algérienne : les sociétés par actions :**

Les années 1980 sont marquées par la chute des prix du pétrole. Devant les difficultés de paiement de sa dette, dans le programme de libéralisation économique, l'Algérie a lancé beaucoup d'entreprises publiques. Leurs tailles sont réduites, les fonctions sociales sont transférées à l'état. Avec la nouvelle constitution de 1989, l'état cesse d'être le garant social, il est devenu tout simplement un régulateur de l'économie.

En 1994, l'Algérie est obligée d'accepter le principe de rééchelonnement de la dette et le Programme d'Ajustement Structurel (PAS), proposé par le FMI et la Banque mondiale, qui imposent la privatisation des entreprises dans l'objectif de rentabiliser les entreprises publiques et de relancer les exportations hors hydrocarbures. Les résultats de cette politique se traduisent par une baisse de croissance économique.

A partir des années 2000, la situation financière de l'Algérie s'améliore suite à l'augmentation des prix des hydrocarbures. L'Algérie s'apprête alors à relancer l'économie, en augmentant les dépenses publiques par l'investissement dans les grands travaux, les infrastructures et dans l'importation des biens (dont 30% alimentaires).

Cependant même si l'économie algérienne affiche des taux de croissance positifs, celle-ci reste vulnérable. Les entreprises constituées essentiellement de petites entités restent très peu compétitives et sont concentrées dans les services, le BTP et le commerce. La prise en considération de la gouvernance d'entreprise en Algérie a rapidement progressé, avec la transition vers une économie de marché performant et moderne.

De ce fait l'économie algérienne renferme un potentiel de croissance et de développement hors hydrocarbures. D'une façon générale toutes les entreprises algériennes sont concernées par les principes de bonne gouvernance. Le présent code n'intègre pas les entreprises dont les capitaux sont étatiques.

Ce code s'adresse particulièrement à la grande masse des PME privées, et aux entreprises cotées en bourse, ou les entreprises qui se préparent à le devenir.

Les PME sont prioritaires car cette dernière occupe une position privilégiée dans l'économie nationale de par sa population et sa contribution au PIB hors hydrocarbures et son poids dans l'emploi national.

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

### **I -Le marché financier algérien :**

La loi 90-10 relative à la monnaie et au crédit, qui organise l'autonomie des entreprises, a consacré une réforme structurelle du système bancaire algérien et une indépendance des autorités monétaires (la banque d'Algérie). La période dans laquelle ont été instituées ces réformes a été marquée par une crise financière.

La rareté des ressources financières a obligé les pouvoirs publics de rechercher des nouveaux modes de financement des entreprises et des dépenses de l'état, à travers un système financier direct, qui est le marché financier.

Le marché financier Algérien s'avère dans une nécessité urgente, il a été institué en (1993) par le décret législatif n°93-10 relatif à la bourse de valeurs mobilières, modifié et complété par la loi 03-04 du 17 février 2003.

La bourse d'Alger est organisée par trois organes institutionnels à savoir :

- La société de gestion de la bourse des valeurs (SGBV) dont les missions sont techniques notamment l'introduction des entreprises.
- La commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB), dont les missions sont la surveillance des transactions des valeurs mobilières.
- Le dépositaire centrale des titres (Algérie clearing), composée de six banques publiques (CNEP, BADR, BEA, CPA, BNA, BDL), dont les missions sont la règlementation des valeurs mobilières négociées.

Le marché des titres de capital est composée d'un :

a) Marché principal : destiné aux grandes entreprises. Actuellement quatre sociétés sont cotées sur le marché principal à savoir :

- Groupe SAIDAL : activant dans le secteur pharmaceutique.
- EGH EL AURASSI : activant dans le secteur du tourisme.
- ALLIANCE ASSURANCES : activant dans le secteur des assurances.
- NCA-ROUIBA : activant dans le secteur agroalimentaire.

b) Marché PME : réservé aux Petites et Moyennes Entreprises : créé en 2012 par le règlement de la COSOB n°12-01 du 12 janvier 2012, modifiant et complétant le règlement n°97-03 du 18 novembre 1997 relatif au règlement général de la bourse des valeurs mobilières. Ce marché peut offrir aux PME en démarrage une alternative pour accéder aux capitaux. C'est une excellente occasion de croissance pour les PME, tout en procurant aux investisseurs un marché bien réglementé pour leurs placements.

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

Le marché des titres de créances composé d'un :

a) Marché des obligations : titres de créance émis par les sociétés par actions, les organismes publics et par l'Etat.

b) Marché bloc OAT : réservé aux Obligations Assimilables émises par le Trésor public Algérien. Il a été créé en (2008), et compte actuellement 26 lignes cotées englobant plus de 400 milliards de Dinars.

La bourse d'Alger est caractérisée par une très faible capitalisation boursière qui ne dépasse pas les 15 milliards de dinars soit environ 0,1% du PIB. Avec seulement quatorze entreprises cotées, dont les négociations et transactions ou l'achat et la vente des titres s'effectuent rarement.

### **II - La société par action (SPA) :**

Selon l'article 592 : La société par action est une société dont le capital est divisé en actions et qui est constitué entre des associés qui ne supportent pas les pertes. La société par action regroupe au minimum sept actionnaires selon l'art 592 (décret législatif n°93-08). Le minimum du capital social pour sa constitution est de cinq millions de dinars, en cas d'appel public à l'épargne, et de un million de dinars s'il n'y a pas d'appel public à l'épargne. Le capital social est divisé en actions.

Les sociétés par actions appartiennent à la grande famille des sociétés de capitaux dont elles forment une branche spécifique. Elles sont plus particulièrement adaptées à la création de Moyennes et Grandes entreprises qui nécessitant en partie ou conjointement:

- la mobilisation de capitaux importants,
- un personnel nombreux dans des compétences de niveau élevé,
- des investissements lourds et durables,
- des efforts de recherche technique,
- le soutien d'un développement productif évolutif ou celui d'une présence commerciale sur une zone géographique étendue,
- la capacité de fiabiliser la solvabilité et la transparence des opérations et de la

Gestion.

Cette forme est spécialement adaptée à la création de sociétés qui souhaitent que leurs capitaux seront introduits en Bourse.

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

Les SPA tirent leurs dénominations du fait que chaque associé reçoit en échange de ses apports, une part nominative du capital correspondant au pourcentage que constitue le montant de sa participation financière individuelle, par rapport au total du capital collectif constitué.

Par regroupement d'informations et d'enquêtes, il est possible d'affirmer que les sociétés les plus nombreuses sont celles qui sont constituées sous forme de S.A.R.L et d'E.U.R.L, qui pour l'instant sont mieux adaptées aux petites structures, souvent familiales, composant la grande masse des entreprises dans le pays. Leurs modalités de constitution, le capital minimal à mobiliser, leur mode d'administration identique à celui de l'entrepreneuriat indépendant, les rend plus faciles à mettre en œuvre et plus favorables à un sociétariat familial.

Une étude de PNUD publiée en (2007), établit que 47% des sociétés étaient des SARL, 32% des EURL et les autres formes se partagent, dont le reste 12% pour les SPA. Dans les 12% de S.P.A, il est probable qu'une majorité d'entre elles a aussi été créée avec un capital familial constitué de trois administrateurs actionnaires, l'un étant Président Directeur Général.

Dans les pays économiquement développés, les SPA dénommées Société Anonyme ou Free Capital Company (Inde ou Chine) ou encore Unlimited Company (Grande Bretagne-Canada - Australie), sont aussi nombreuses que l'ensemble des autres sociétés de capitaux, de type SARL ou EURL, excepté dans les trois pays méditerranéens que sont la France, l'Italie et l'Espagne, où les SPA ne représentent que 30%. Ces trois pays disposent, il est vrai, de la plus grosse concentration européenne de Petites Entreprises, ce qui explique sans doute cela.

En Allemagne la société anonyme a été créée dans les années 1960, cette forme de société prévaut à 70%, d'autant qu'il existe, depuis cinq ans, une forme allégée à trois actionnaires et une autre à Directoire Unipersonnel qui ont fortement réduit la création des SARL et EURL traditionnelles depuis cinq ans. Aux Etats-Unis il n'existe pas vraiment de notion de société anonyme, car toutes les sociétés à but lucratif doivent avoir une existence légale et fiscale justifiée par une identification humaine visible même lorsqu'elle est associée à une marque commerciale.

Aux Etats-Unis, il n'y a pas de Conseil d'Administration ou de Surveillance, mais un comité de gestion, le Board, (mélange d'actionnaires et de directeurs salariés) qui regroupe jusqu'à 30 délégués et se réunit fréquemment (au moins une fois tous les mois, mais le plus souvent une fois par semaine) autour d'un cabinet d'Audit et de comptabilité qui les assistent les dirigeants exécutifs et autres directeurs généraux ne sont que très rarement des

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

actionnaires. Ils sont salariés et recrutés sur la base de leurs compétences lors de sélections menées par des « *chasseurs de têtes* ».

### **III-la bonne gouvernance des sociétés par action :**

#### **1- Les principes de gouvernance en Algérie :**

Les premiers repères de la gouvernance en Algérie est celui du projet édité par le cercle d'action et de réflexion autour de l'entreprise (CARE) , et du Forum des chefs d'Entreprises (FCE) ainsi que l'association des producteurs algériens de Boissons (APAB), l'une des références principales utilisées a été les principes de l'OCDE (2004).

La gouvernance vise à améliorer le respect des principes d'équité, de transparence, de responsabilité et d'imputabilité.

- a) Equité : les droits et devoirs des parties prenantes, ainsi que les obligations doivent être réparties de manière équitable.
- b) Transparence : ces droits et devoirs ainsi que la responsabilité doivent être clairs et explicites pour tous.
- c) Responsabilité : les responsabilités des uns et des autres ont des objets précis, non partagés.
- d) Imputabilité : chaque partie prenante est capable devant une autre pour la chose sur laquelle elle est responsabilisée.

En Algérie la « *Bonne Gouvernance* » fait l'objet d'un programme gouvernemental national multisectoriel, dont il est rendu compte dans un rapport annuel qui est publié. De son côté le monde des affaires algérien a réalisé et publié un « Code de bonne gouvernance » des entreprises qui propose des initiatives d'amélioration des savoirs et du savoir-faire, des compétences, de la rationalité et de la transparence des actions..

En matière de «bonne gouvernance», le code non publié en Algérie suggère le recours à des administrateurs externes non actionnaires et à une assistance technique spécialisée au travers des Comités spécialisés créés pour aider et conseiller les administrateurs. La forme juridique la plus développée pour une bonne gouvernance est celle de la SPA.

- La SARL n'est pas ressentie de mettre formellement en place un organe de contrôle, du fait que les activités sont gérées par un ou plusieurs actionnaires dominants.
- De même l'EURL n'est pas dans le besoin de mettre en place un organe de contrôle, car l'actionnaire unique qui assure toute les taches de la gestion quotidienne.
- La SPA est la forme juridique la plus développée pour exercer un contrôle des activités de l'entreprise, car les propriétaires exercent leurs droits.

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

De ce fait les formes utilisées dans le besoin de simplification :

- 1) L'assemblée générale qui regroupe l'ensemble des actionnaires.
- 2) Le conseil d'administration qui réunit les administrateurs.
- 3) La direction générale qui est assurée par l'équipe exécutive.

S'agissant des administrateurs externes, il n'y a pas de difficulté juridique à leur sélection et désignation par l'Assemblée Générale constitutive ou ordinaire, car le fait qu'il s'agisse de personnes physiques ou de représentants de personnes morales est déjà prévu dans la loi.

Dans le cadre de la fiabilité des informations, La loi prévoit la publication annuelle des états financiers de l'entreprise algérienne. En plus des obligations légales, l'entreprise doit publier de l'information à l'attention des parties prenantes (institutions financières, fournisseurs, clients, employés, organes associatifs) dans le cadre d'obligation contractuelle, et la transparence volontaire.

Les seules informations publiées légalement de l'entreprise sont :

- 1) Le bilan comptable et les tableaux des comptes des résultats supervisés par le commissaire aux comptes et du rapport de gestion du conseil d'administration.
- 2) Le bilan fiscal de l'entreprise auprès l'administration des impôts.
- 3) Les bulletins officiels des annonces légales au dépôt légal des comptes auprès du centre national du registre de commerce.

Ces publications ne sont pas destinées au grand public, mais aux commissaires aux comptes, la tutelle ministérielle, ou SGP. Ces derniers présenteront au ministère chargé des participations un rapport trimestriel détaillé sur l'état d'exécution des missions.

### **2- la société par action et le conseil d'administration :**

#### **a) le fonctionnement du conseil d'administration :**

Le Conseil d'Administration est l'organe qui assure la permanence de l'organisation par le suivi et le contrôle interne du fonctionnement et de la gestion.

Dans la SPA le Président du conseil d'administration exerce la fonction de Directeur Général de la Société.

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

### a-1) la taille du conseil d'administration :

La composition du conseil d'administration est désignée par l'assemblée générale des actionnaires. Le nombre d'Administrateurs à fixer dans les statuts par les actionnaires, ne peut être inférieur à 3 membres ni être supérieur à 12 membres. La composition du conseil d'administration doit être équilibrée en termes d'expertise et de compétences.

Selon l'article 610 du code de l'administrateur : la société par action est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins et de douze au plus.

En cas de fusion , le nombre total des administrateurs peut être élevé au nombre total des administrateurs en fonction depuis plus de six mois sans pouvoir être supérieur a vingt – quatre.

### a-2) la durée du mandat du conseil d'administration :

Le Conseil d'Administration n'a pas une durée. A la différence des administrateurs, Le mandat de ses derniers est permanent et illimité. Les Administrateurs sont désignés ou élus pour une durée de deux à six ans fixée par les actionnaires dans les statuts.

Les administrateurs sont généralement désignés dans les statuts de l'assemblée constitutive.

La durée du mandat est déterminée par une seule personne physique qui ne peut appartenir que cinq conseils d'administrations de SPA ayant leur siège en Algérie.

### a-3) les réunions du conseil d'administration :

Les réunions du Conseil d'administration sont convoquées par le Président ou à la demande écrite de deux administrateurs au moins, autant de fois qu'il est nécessaire et au minimum une fois par mois. Elles ne se tiennent valablement que si la moitié de ses membres, au moins, est présente, Les décisions du Conseil se prennent à la majorité absolue des votes exprimés. En cas de partage égalitaire des votes, la voix du Président de séance (qui, peut ne pas être le Président du Conseil) compte double.

Selon l'article 626 : le conseil d'administration délibéré valablement que si la moitié au moins de ses membres sont présents. Le non-respect de cette clause entraine la nullité de toutes les délibérations et décisions du conseil.

Selon l'article 627 : les administrateurs ou toutes personnes appelées à assister aux réunions du conseil d'administration sont tenus à la discrétion à l'égard des informations présentant un caractère confidentiel.

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

### a-4) la nomination du directeur général :

Si le volume d'activité ou la complexité de la gestion ou de l'administration de la société se justifie, et si le président du conseil d'administration le sollicite, les administrateurs peuvent autoriser qu'il soit assisté par le recrutement d'un ou deux Directeurs Généraux.

### a-5) la rémunération des administrateurs :

La rémunération des administrateurs est fixée par l'assemblée générale des actionnaires, dans ses montants et sa structure (tantième et jetons de présence). Elle doit être élevée pour motiver les administrateurs qui répondent au profil souhaité. Tous les administrateurs doivent percevoir la même rémunération.

Les indemnités et remboursement de frais dus aux administrateurs dans le cadre de l'exercice de leurs fonctions doivent être déterminés.

En Algérie l'administrateur est habituellement rémunéré par les jetons de présence pour sa participation aux réunions du conseil d'administration, parfois il est intéressé aux bénéfices.

Les jetons de présence : le code de commerce algérien stipule qu'il revient à l'assemblée générale de déterminer et d'allouer aux administrateurs une somme fixe annuelle à titre de jetons de présence. Ce type de rémunération fait partie des charges d'exploitation de l'entreprise.

La rémunération peut prendre la forme de tantième .les tantièmes sont la partie des bénéfices qui est distribuée aux administrateurs, celui-ci soit distribuable est que l'assemblée générale annuelle ait décidé d'en affecter une partie de distribution du tantième. La répartition des sommes annuelles entre les administrateurs est effectuée par le conseil d'administration. Les administrateurs qui sont des actionnaires en général, perçoivent à ce titre des dividendes sur les bénéfices réalisés par la société, n'exercent leurs fonctions que périodiquement pour la tenue des réunions du conseil, et n'ont droit qu'à rémunération du temps passé en sessions, sous forme de jetons de présence.

Selon l'article 631 : les administrateurs ne peuvent recevoir de la société aucune rémunération permanente ou non de leur fonction. Toute décision contraire est nulle.

Selon l'article 632 : L'assemblée générale alloue au conseil d'administration en rémunération des activités de ses membres, une somme fixe annuelle à titre de jetons de présence. Le montant de celle-ci est porté aux charges d'exploitation lorsqu'ils ne sont pas actionnaires, les administrateurs ne perçoivent aucun dividende. L'Assemblée Générale peut donc décider de leur attribuer un prélèvement sur les bénéfices distribués aux actionnaires,



## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

dénoté «*tantièmes*», dont le total, pour tous les bénéficiaires ne saurait dépasser le montant de 10% des dividendes.

Selon l'article 611 : le montant de la rémunération du président du conseil d'administration est fixé par l'assemblée générale des actionnaires.

### a-6) le cumul des fonctions (la dualité) :

L'article 638 du code de commerce algérien prescrit que le président du conseil d'administration assume sous sa responsabilité la direction générale de la société, et il représente la société dans ses rapports avec les tiers.

### a-7) L'indépendance du conseil d'administration :

L'existence des administrateurs externes dans le conseil d'administration algérien ne signifie pas qu'ils sont indépendants mais ils sont simplement extérieurs de l'entreprise. Les administrateurs externes sont des membres du conseil d'administration qui n'appartiennent ni à l'équipe dirigeante, ni à l'actionariat.

### b) Les missions du conseil d'administration :

Les membres du Conseil d'Administration doivent collectivement détenir au minimum un nombre d'actions correspondant à 20% du capital de la société, et individuellement un nombre minimum fixé librement par les actionnaires dans leurs statuts.

Selon l'article 619 du guide de l'administrateur : le conseil d'administration doit être propriétaire d'actions représentant au minimum de 20% du capital social. Le nombre minimal d'actions détenues par chaque administrateur est fixé par les statuts. Les actions sont affectées en totalité à la garantie de tous les actes de la gestion.

La réalisation de cette obligation est vérifiée chaque année par les commissaires aux comptes qui en font rapport à l'assemblée générale.

Selon l'article 620 du même guide : à la fin de son mandat, l'ancien administrateur recouvre la libre disposition des actions de garantie. Cette disposition est applicable de plein droit, et tout retard ou non-exécution est susceptible de sanctions pénales.

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

Les missions du conseil d'administration se résument dans le tableau suivant :

**Tableau n°4-1 : Missions du conseil d'administration liée au contrôle et au pilotage de l'entreprise et principes de gouvernance**

<b>Missions de contrôle</b>	<b>Missions de pilotage</b>
Contrôler la mise en œuvre et les résultats des programmes, projets et budgets.	Doter l'entreprise d'une stratégie à moyen terme.
Superviser l'équipe exécutive.	Recruter les membres de l'équipe exécutive. Fixer les rémunérations de l'équipe exécutive.
Organiser les activités du conseil d'administration lui-même.	La nomination et l'élection des administrateurs.
Suivre les conditions de stabilité et de l'entreprise.	Veiller à la stabilité et la bonne marche de l'entreprise dans le cadre de la loi.
Source : Code Algérien de la gouvernance d'entreprise (2009), pp 36,37	

Le conseil d'administration a trois rôles essentiels : orienter, conseiller, et contrôler la gestion de l'entreprise.

La loi confère au conseil d'administration les pouvoirs les plus étendus, pour agir en toutes circonstances au nom de la société. Ces pouvoirs ne peuvent dans la pratique s'exercer que dans le cadre précis de l'objet social de la société et :

- des dispositions fixées à ce sujet dans les statuts.
- des plafonds d'engagement et de montants financiers fixés au conseil dans les statuts.
- d'une exécution stricte des décisions des actionnaires et des programmes ou projets décidés ou validés par leurs assemblées générales.

Selon l'article 622 : le conseil d'administration peut agir en toute circonstance au nom de la société ; il exerce dans la limite de l'objet social sous réserve de la loi a l'assemblée des actionnaires. Le conseil d'administration peut fixer des limites des montants autorisés au président ou au directeur général.

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

### c) la sélection des administrateurs :

Dans les entreprises familiales, les administrateurs peu nombreux, sont généralement désignés parmi les actionnaires familiaux, par solidarité et esprit de confiance, mais aussi pour que les informations sur la gestion de l'entreprise, et notamment sur ses résultats, et les rémunérations attribuées aux dirigeants puissent rester confidentielles.

Dans les SPA de taille moyenne, (statistiques de l'étude Banque Mondiale de 2009), les administrateurs sont majoritairement des actionnaires, mais la Direction Générale, quant à elle, est très souvent attribuée à une personne extérieure à l'actionnariat ayant pour spécialité:

- comptabilité et finances dans 41 % des cas,
- commerce et marketing dans 32% des cas,
- technicien ou ingénieur de production dans 17% des cas,
- autres métiers (juristes, informaticiens, auditeurs, logisticiens, etc.) n'atteignent pas 1% chacun.

### **3-le directoire** :

Selon l'article 643(décret législatif n°93-08) la société par action est dirigée par un directoire composé de trois à cinq membres, le directoire exerce ses fonctions sous le contrôle d'un conseil de surveillance. Ce dernier délibère et prend ses décisions dans les conditions fixées par son statut.

La direction est installée par le conseil d'administration, elle doit assurer un dirigeant et une équipe exécutive placée sous la responsabilité d'un directeur général. Ce dernier est responsable du fonctionnement général de la société dans tous les actes de la vie civile.

La direction peut être composée d'actionnaires, d'administrateurs, ou de managers externes.

La direction est assistée d'un comité d'audit chargé du contrôle de gestion.

La rémunération des membres de direction est négociée et contractualisée par le conseil d'administration.

### **4- L'assemblée générale des actionnaires** :

Selon l'article 676(décret législatif n°93-08), l'assemblée générale des actionnaires ordinaire se réunit au moins une fois par an, dans les six mois de la clôture de l'exercice.

Le conseil d'administration ou le directoire présente à l'assemblée générale des actionnaires le tableau des comptes des résultats, et le bilan. Le mode de désignation des administrateurs appartient à l'assemblée générale.

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

Les actionnaires sont les détenteurs d'action au sein de la société par action SPA, et les porteurs de parts dans les entreprises ayant un statut de SARL.

La gouvernance facilite les droits des actionnaires d'une manière équitable, transparente et fiable.

L'apport de la gouvernance d'entreprise aux droits des actionnaires :

- 1- Etre associés au partage des bénéfices de la société qui doit être transparent.
- 2- Faire enregistrer leurs titres.
- 3- Pouvoir céder et transférer leurs titres.
- 4- Participer et voter aux assemblées générales des actionnaires.
- 5- Obtenir les informations nécessaires à l'exercice de leurs droits prorogatifs.

Pour les entreprises publiques, les capitaux sont gérés par le SGP, pour le compte de l'état.

Le SGP doit veiller sur :

- 1) L'application des orientations du ministre en charge du secteur publique auquel il rend compte trimestriellement.
- 2) La mise en œuvre des programmes des entreprises publiques.
- 3) La valorisation des capitaux marchands de l'état.

La distribution des dividendes est dédiée par l'assemblée générale des actionnaires dans le cadre de la répartition annuelle de l'exercice sur la proposition du conseil d'administration.

### **5-Le conseil de surveillance :**

Selon l'article 654 (décret législatif n°93-08), le conseil de surveillance exerce le contrôle permanent de la société. Le directoire présente au conseil de surveillance un rapport sur sa gestion.

Aucun membre du conseil de surveillance n'est élu par l'assemblée générale, la durée de sa fonction est déterminée par les statuts sans dépasser six ans.

Le conseil de surveillance est composé au minimum de sept membres et au maximum de douze membres.

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

### **Section 2 : Etude empirique avec recours aux méthodes des données de panel :**

Dans le cadre de cette section, nous étudions les déterminants de la relation propriétaire / dirigeants sur un panel d'entreprises algériennes cotées en bourse. Pour cela nous formulons des hypothèses, issues de la littérature théorique et empirique, à tester sur les données algériennes. Nous exposerons ensuite les différentes variables choisies pour notre étude, et enfin les méthodes économétriques utilisées.

#### **I – Echantillonnage et méthodologie de l'étude :**

##### **1- Echantillon de l'étude et recueil des données :**

Notre recherche se base sur les entreprises algériennes cotées en bourse, nous avons été amenés à utiliser deux sources de données, à savoir les rapports annuels de la bourse d'Alger, et les rapports d'activité de chaque entreprise cotée, où nous trouvons des états du chiffre d'affaires, des états des dettes financières, et des états de capitalisation boursière de chaque entreprise. Ces différents documents sont téléchargeables à partir du site de la bourse d'Algérie.

Par ailleurs, nous notons que l'échantillon final de notre étude est constitué de 4 entreprises algériennes cotées en bourse, observées sur une période d'analyse de 10 ans (2005 – 2015).

##### *a) SAIDAL:*

Le groupe SAIDAL est une société par action créée en 1989, au capital social de 2500000 DA présenté par des entités centrales de gestion, d'un centre de recherche et développement, de centres de distribution, d'une direction marketing et information médicale et trois filiales de production et dont sa mission principale est de développer, produire et commercialiser des produits pharmaceutiques à usage humain et vétérinaire.

Sa vision réside dans sa capacité de se projeter dans le futur et assurer la position d'un laboratoire leader au niveau national et régional tout en perçant le marché international. Son chiffre d'affaires avoisine de nos jours 6,4 milliards de Dinars. Il a été pratiquement multiplié par 2 entre 2005 et 2010 représentant un accroissement de 27,5%.

Conformément à la décision du conseil national des participations de l'Etat lors de sa réunion du 18 juin 1998, dans le cadre du processus de privatisation, et de l'ordonnance n°95/22 du 26 août 1995 relative à la privatisation des entreprises publiques éligibles au programme de privatisation adopté par le gouvernement, notamment ses articles 25 et 26,

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

l'Assemblée Générale Extraordinaire du 22 juin 1998 de SAIDAL a adopté la résolution n°4, sur proposition du Conseil d'Administration, autorisant SAIDAL à introduire en bourse une partie de son capital. Le montant de l'opération porte sur 20% du capital social soit 500 MDA, réparti en 2 000 000 actions de forme nominale d'une valeur unitaire de 250 DA sur un total de 10 000 000 actions. Au terme de cette opération, la participation de l'Etat s'étalera à 80% par le biais du Holding Public Chimie – Pharmacie.

### *b) Alliance-Assurances :*

Alliance Assurances, entreprise leader dans le domaine des assurances, appartient au groupe Khelifati. En 2010, cette entreprise a réalisé un chiffre d'affaires de 3,38 milliard DA. Elle a été créée administrativement en 2004 avec un capital initial de 500 millions DA où le lancement effectif de l'activité a eu lieu en 2006. En 2008, Alliance Assurances conquiert la seconde place du secteur privé. En 2010, l'entreprise a lancé une opération d'appel d'offre à l'épargne. Elle a émis 1 804 511 actions nouvelles au nominal de 380 DA, émises à 830 DA du 2 novembre au 1er décembre 2010. En 2011, Alliance Assurances devient la première compagnie privée cotée à la bourse d'Alger. Durant cette année, l'entreprise a signé un contrat de liquidité avec le Crédit Populaire Algérien CPA.

### *c) El-Aurassi:*

C'est une Entreprise Publique Economique, faisant partie de la société de gestion des participations de l'Etat (Tourisme et Hôtellerie). Elle se compose de quatre unités hôtelières, dont trois unités situées dans le sud-est et ouest. Il s'agit des unités hôtelières le Rym de Béni-Abbes, le Mehri d'Ouargla et le Boustène de Ménéa. A cela s'ajoute l'hôtel El-Aurassi, érigé également en unité hôtelière.

Cet établissement, classé hôtel cinq étoiles, a été inauguré et ouvert à la clientèle le 2 mai 1975, faisant partie du patrimoine des entreprises nationales SONATOUR, puis ALTOUR et enfin ONCC (Office National des Congrès et Conférences). Le 12 février 1991, l'hôtel change de statut juridique et passe en la forme d'Entreprise Publique Economique, société par actions au capital social initial de 40 milliards de dinars.

L'entreprise El-Aurassi a été retenue en février 1998, par décision du conseil national des participations de l'Etat, pour son introduction en bourse à hauteur de 20% du capital social, diffusé vers le public. Dans ce cadre, une notice d'information a été élaborée, et un plan de communication engagé du 15 juin au 15 juillet 1999, au titre d'offre publique de vente de l'hôtel El-Aurassi.

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

Par décision de la COSOB, le titre El-Aurassi a été coté en bourse à partir du 14 février 2000, avec un prix d'introduction et d'émission fixé à 400 DA l'action, la valeur faciale étant de 250 DA l'action.

### d) NCA-Rouiba :

La société NCA-Rouiba SPA est une société par actions au capital social de 849 195 000 DA, spécialisée dans la fabrication de jus et boissons au jus de fruits, fondée en mai 1966 sous le nom « Nouvelle Conserverie Algérienne » où elle change de raison sociale en 2008 pour devenir « NCA – ROUIBA ». Elle vient de réussir son introduction en bourse après avoir obtenu son visa en date du 6 février 2013. Le montant de l'offre publique de vente était de 849 195 200 DA à raison de 2 122 988 actions au prix de 400 DA l'action.

L'entreprise est caractérisée par des parts de marché en constante évolution et une marque bien distribuée avec une présence dans 96% des points de vente recensés à travers toutes les régions d'Algérie, une croissance des ventes à deux chiffres, un chiffre d'affaires multipliés par deux fois et demi sur les cinq dernières années et enfin une rentabilité des fonds propres avoisinant les 15%.

### 2- Le choix des Variables :

Notre choix concernant les variables s'est basé sur les études empiriques, qui ont présenté un ensemble d'hypothèse à tester sur la performance de l'entreprise. En suivant cette méthodologie, nous avons obtenus une liste de variables potentiels, dont l'impact varie d'une théorie à l'autre. Les différentes études traitant la gouvernance d'entreprise mettent en relief la relation des caractéristiques du conseil d'administration et la performance des entreprises.

Les entreprises algériennes ne disposent pas de leurs propres données, nous avons donc fait des suppositions pour remédier au manque d'information.

Les variables utilisées dans notre travail peuvent être divisées en variables propre au conseil d'administration, variables des caractéristiques du dirigeant, les variables de contrôle, et les variables relatives à la performance de la firme.

Les variables relatives au fonctionnement du conseil et les caractéristiques du dirigeant sont des variables dépendantes ou explicatives. Les variables de la performance de la firme sont expliquées par les variations des caractéristiques du conseil et du dirigeant. Il convient d'inclure des variables de contrôle capable d'expliquer les variables dépendantes dans le modèle économétrique.

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

### a) La variable dépendante (à expliquer) :

Le concept de la performance occupe une place centrale dans les mécanismes de contrôle. La performance est la réalisation des objectifs organisationnels.

Notre objectif est d'étudier les effets des variables explicatives sur la performance. Trois types de mesure de la performance ont été pris en compte dans notre étude, à savoir : la performance boursière mesurée par le *Market-To-Book*, la performance financière mesurée par le *Return On Assets* et la performance économique mesurée par le *Return On Equity*. Etudier ces trois types de performance s'avère très important dans la mesure où cette différenciation permet de tenir compte des différentes caractéristiques de l'entreprise.

Selon Charreaux.G (1997)<sup>1</sup>, « *la performance se mesure par Q de Tobin, le taux de rentabilité économique et financier, le ratio de marris, la rentabilité des fonds propres, mesure de Sharpe et alpha de Jensen. Selon cet auteur on peut mesurer la performance aussi par des indicateurs mixtes basés sur des mesures boursières. Ces indicateurs permettent de comparer des entreprises de tailles différentes* ».

Etudier les trois types de performance (économique, financière et boursière) s'avère très important, cette différenciation permet de tenir compte des différentes caractéristiques de l'entreprise. La performance boursière permet de mesurer la valeur de l'entreprise sur le marché, la performance financière permet de mesurer la capacité d'une entreprise à générer des profits à partir de ses capitaux propres, tandis que la performance économique permet de mesurer la compétitivité et l'efficacité du management.

Pour ce travail nous retenons principalement les mesures de performance financière, économique et boursière (ROE, ROA et MTB) car il s'agit de mesures fréquemment utilisées dans la littérature analysant l'impact de la gouvernance d'entreprise sur la performance économique des entreprises (Kolsi et Ghorbel 2011, Ben Ali et Teulon 2014, Barruet Clara 2014).

La performance financière consiste à réaliser la rentabilité souhaitée par les actionnaires avec le chiffre d'affaires et la part du marché qui préserve la pérennité de l'entreprise. La performance n'existe si on ne peut la mesurer, par l'évaluation des résultats atteints en les comparant aux résultats souhaités.

Les mesures de la performance financière ont été utilisées par plusieurs auteurs (Kolsi et Ghorbel 2011, Louizi 2011) pour désigner la performance des entreprises.

---

<sup>1</sup> Charreaux. G et Désbrières .P (1997), « le point de vue sur le gouvernement des entreprises », Op. Cit, P06.



## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

Pour ce travail nous retenons les mesures de la performance suivantes comme valeurs dépendantes :

- le ratio *Return on Equity* : le **ROE** est le ratio le plus couramment utilisé pour mesurer le rendement des capitaux propres est la relation du bénéfice net aux capitaux propres ou l'investissement total des actionnaires. Ce ratio exprime la capacité des capitaux investis par les actionnaires à dégager un niveau de profit.

Le **ROE** mesure la rentabilité des capitaux propres et permet d'établir le rapport entre le résultat avant impôt et les capitaux propres investis par les actionnaires. Ce ratio mesure la capacité d'une entreprise à générer des profits à partir de ses capitaux propres, et néglige les autres sources de financement telles que l'endettement. Cet indicateur intéresse d'avantage les actionnaires.

$$\text{ROE} = \text{Résultat avant impôt} / \text{Capitaux propres} \dots \dots \dots (3)$$

- Le ratio *Return On Assets* **ROA**: le ratio de rendement de l'actif est considéré comme l'un des ratios les plus populaires utilisés pour mesurer la performance financière dans les entreprises, ce ratio montre la capacité de la direction d'investir dans des investissements rentables.

Ce ratio est un indicateur de la probabilité d'une entreprise par rapport au total de son actif.

$$\text{ROA} = \text{Résultat avant impôt} / \text{Actif total} \dots \dots \dots (4)$$

- Le ratio *Market To Book* **MTB**: il existe plusieurs indicateurs mesurant la performance boursière tels que le *ratio Q de Tobin*, *market value Added*, *Market To Book*. Notre performance boursière est appréhendée à travers le ratio Market To Book, appelé aussi le ratio de Marris. Ce coefficient mesure le rapport entre la valeur de marché des capitaux propres (la capitalisation boursière), et leur valeur comptable. La capitalisation boursière est un indicateur de la valeur des potentialités présentes et futures de l'entreprise. Par contre la valeur comptable des capitaux propres donne une estimation du cumul des ressources investies dans le passé par les actionnaires.

$$\text{MTB} = \text{Valeur de marché des capitaux propres (capitalisation boursière)} / \text{Valeur comptable des capitaux propres} \dots \dots \dots (5)$$

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

Lorsque le ratio *MTB* est supérieur à 1, soit lorsque la valeur comptable des capitaux propres est inférieure à la capitalisation boursière, alors le marché est confiant dans la capacité de la firme à créer de la valeur pour ses actionnaires. Plus ce ratio est élevé et plus la firme est supposée créer de la valeur actionnariale.

### b) Les variables indépendantes (Les variables explicatives) :

Le fonctionnement du conseil d'administration et les caractéristiques du dirigeant constituent les variables indépendantes ou explicatives de notre étude :

- Le fonctionnement du conseil d'administration :

Les variables relatives à la gouvernance d'entreprise ont été définies par la théorie de l'agence. Concernant le fonctionnement du conseil d'administration, nous avons sélectionné **4** variables :

1- La taille du conseil d'administration (**TAILLE**) : cette variable permet de déterminer le nombre d'administrateur dans le conseil d'administration. Compte tenu des divergences de la littérature scientifique quant à la problématique de la taille du conseil d'administration.

2- L'indépendance du conseil d'administration (**INDEP**) : cette variable permet de mesurer la fraction des administrateurs indépendants dans le conseil. Les conclusions des études empiriques antérieures relatives à l'impact de l'indépendance du conseil d'administration sur la performance divergent ; les études selon lesquelles cet impact est négatif restent minoritaires.

3 - La dualité des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général (**DUAL**) : cette variable prend la valeur 1 si le directeur général occupe le même poste du président du conseil et la valeur 0 sinon.

4- La fréquence des réunions (**REUN**) : cette variable se mesure par le nombre des réunions annuelles du conseil d'administration.

- Les variables des caractéristiques du dirigeant :

1- L'ancienneté du dirigeant (**ANCIEN**) : cette variable mesure le nombre d'année d'ancienneté du dirigeant dans l'entreprise.

2- L'âge du dirigeant (**AGE**) : cette variable se mesure par le logarithme népérien de l'âge du dirigeant.

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

- Les variables de contrôle :

Pour mieux déterminer l'influence des variables dépendantes dans notre modèle, notre base des données inclut deux variables de contrôle. L'inclusion des variables de contrôle permet d'améliorer le degré de validité extrême des résultats, et contrôler de mieux les variables qui peuvent influencer la performance de la firme. (Kolsi et Ghorbel 2011 ; Louizi 2011).

Ces variables sont des variables susceptibles d'avoir un effet significatif sur la performance, nous retenons :

1- La taille de la firme (**SIZE**) : C'est une variable de contrôle, elle peut avoir un impact sur la performance. En effet, la firme d'une grande taille à la possibilité de diversifier le risque par contre une firme de petite taille est plus créative, innovatrice et créatrice de la valeur. De plus une firme de grande taille est corrélée avec une dilution du capital, un manque de contrôle qui peuvent diminuer la performance.

Cette variable est susceptible de renforcer la discrétion managériale des dirigeants et le pouvoir informationnel (Finet. A, labelle R (2004)).

La taille de l'entreprise est considérée comme une variable déterminante dans l'explication de la performance, utilisée par plusieurs auteurs (Bahagat et Black 2001)

Bourk (1989) affirme qu'il n'y a aucune relation entre la taille de l'entreprise et sa rentabilité. Autres études ont conclu que la taille de l'entreprise a un effet négatif sur sa rentabilité (Shepherd 1972, Dunlop 1992).

Godard et al (2004), ont étudié la performance des banques européenne dans six pays. Ils trouvent une relation relativement faible entre la taille de l'entreprise et la rentabilité, mesurée par ROA.

Cette variable est mesurée par le logarithme du total des actifs. Plusieurs auteurs ont utilisé la mesure suivante :

<b>Taille de la firme = log total des actifs..... (6)</b>
---

2- L'endettement (**ENDET**) :

L'endettement de la firme est le rapport entre la valeur comptable de la dette et l'actif total. Cette mesure a été utilisée par la plupart des auteurs qui intègrent la dette de l'entreprise comme variable dans leur modèle. le niveau de l'endettement de la firme exprime la charge de l'endettement supportée par l'entreprise et qui peut avoir un effet sur

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

la discipline des dirigeants (Young et Shapiro 2005, Azofra et Lopez 2005, Kolsi et Ghorbel 2011).

Modigliani et Miller (1958), affirment que la rentabilité économique est déterminée en prenant compte de la structure financière de l'entreprise et du coût de l'endettement, selon ses auteures qu'in n'y a pas de relation étroite entre le levier d'endettement et la rentabilité économique.

Ross (1977) et Jensen (1986), affirment que la dette est un moyen de pression sur les dirigeants et peut avoir un effet positif sur la rentabilité de l'entreprise et sa valeur. En revanche Atlam (1984) et Myers (1977), montrent que l'endettement est générateur de faillite.

Cette variable permet de mesurer le niveau d'endettement de l'entreprise obtenu par la division de la valeur comptable de la dette sur l'actif net total.

$$\text{ENDET} = \text{valeur comptable de la dette} / \text{actif total} \dots \dots \dots (7)$$

En résumé, le nombre des variables caractéristiques s'élève à 8 regroupées en 3 thèmes (tableau 4-2).

**Tableau 4-2 : Définitions et mesures des variables**

Nature	Variable	Abréviation	Meuse
<b>Variable dépendante</b>  <b>Performance</b>		<b>ROE</b>	Résultat avant impôt / Capitaux propres
		<b>ROA</b>	Résultat avant impôt / Actif total.
		<b>MTB</b>	Valeur de marché des capitaux propres / Valeur comptable des capitaux propres
<b>Variables de fonctionnement du conseil d'administration</b>	La taille du conseil	<b>TAILLE</b>	le nombre d'administrateur dans le conseil d'administration.
	L'indépendance du conseil	<b>INDEP</b>	Variable muette prend la valeur 1 si y'a une indépendance du conseil et 0 sinon.
	La dualité de la fonction du président du conseil et le directeur général	<b>DUAL</b>	prend la valeur 1 si le directeur général occupe le même poste du président du conseil et la valeur 0 sinon.
	La fréquence des réunions	<b>REUN</b>	Le nombre total des réunions par an.
<b>Variables des caractéristiques du dirigeant</b>	L'ancienneté du dirigeant	<b>ANCIEN</b>	log (nombre d'année d'ancienneté dans la fonction)
	L'âge du dirigeant	<b>AGE</b>	log (l'âge du dirigeant)
<b>Variable de contrôle</b>	La taille de l'entreprise	<b>SIZE</b>	Log (actif total de l'entreprise)
	L'endettement	<b>ENDET</b>	valeur comptable de la dette / actif total.

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

Après avoir défini toutes les variables, nous allons présenter dans le tableau suivant les statistiques descriptives des indicateurs du modèle utilisé:

**Tableau n°4-3 : Statistiques descriptives des variables de la performance**

Variabes	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Maximum
ROE	0.762139	0.310000	0.045098	0.379181
ROA	0.607955	3.225000	0.070000	0.560000
MTB	0.213548	3.920000	0.670000	12.00000

Source : élaboration personnelle de l'auteur à partir d'Eviews 8

D'après le tableau ci-dessus, nous remarquons que plus de 76% des entreprises de notre échantillon dégagent une valeur positive en matière de la performance financière, ce qui correspond à 37% pour l'entreprise la plus performante et à 4% pour l'entreprise la moins performante, alors que pour la rentabilité économique, environ 60% des entreprises algériennes dégagent une valeur positive, sur la période 2005 – 2015. La plus part des entreprises ne dégagent pas une valeur boursière, ceci est dû à la non pertinence du marché boursier algérien.

**Tableau n°4-4 : Statistiques descriptives des variables explicatives**

Variabes	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Maximum
REUN	0.762564	6.000000	0.602059	0.903089
TAILLE	0.487121	0.198372	0.000000	0.954242
SIZE	1.181922	0.075000	0.378397	1.765445
INDEP	0.527273	1.000000	0.000000	1.000000
ENDET	0.823992	2.435000	0.778151	0.867467
DUAL	0.604545	1.000000	0.000000	1.000000
ANCIEN	0.723588	0.375000	0.000000	1.447158
AGE	1.641364	0.480000	1.491361	1.806179

Source : élaboration personnelle de l'auteur à partir d'Eviews 8

A partir de ce tableau, nous remarquons que les conseils d'administration de la majorité de ces entreprises se réunissent cinq à huit fois par an avec une valeur de 76%.

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

Les résultats indiquent aussi que dans 60% des entreprises, il y a une dualité de fonction du président du conseil d'administration et du PDG avec une valeur de 72% d'enracinement du dirigeant, puisque l'ancienneté des dirigeants varie entre 1 an et 27 ans, et que dans 52% de ces entreprises, les administrateurs sont indépendants.

Le tableau montre aussi que la majorité des dirigeants de notre échantillon sont assez âgés où l'âge minimal est de 35 ans et l'âge maximal est de 69 ans.

Nous pouvons remarquer également que plus de 82% des entreprises se base sur l'endettement afin d'investir leurs projets sachant que ces firmes sont connues pour leurs performances. Ainsi, la taille moyenne des firmes de notre échantillon est de 1.18. La taille la plus grande est de 0.37 et la taille la plus petite est de 1.76.

Les tableaux suivants représentent la matrice de corrélation entre la performance des firmes et les différentes variables explicatives :

**Tableau n°4-5 : Corrélation des variables (ROE)**

	ROE	TAILLE	REUN	INDEP	DUAL	ANCIEN	AGE	ENDET	SIZE
ROE	1.000000								
TAILLE	0.251496	1.000000							
REUN	-0.312294	-0.441990	1.000000						
INDEP	0.423110	0.347183	-0.005629	1.000000					
DUAL	-0.315534	-0.390766	0.457434	-0.396558	1.000000				
ANCIEN	0.353721	-0.350224	0.329065	0.228618	0.455333	1.000000			
AGE	-0.433723	-0.366046	0.3515023	0.160258	0.320522	0.405254	1.000000		
ENDET	0.266976	-0.044770	-0.131918	-0.151797	0.164829	-0.105491	0.078685	1.000000	
SIZE	0.118692	-0.305640	0.425989	0.120863	0.376040	0.443723	0.392012	0.078725	1.000000

Source : élaboration personnelle de l'auteur à partir d'Eviews 8

**Tableau n° 4-6: Corrélation des variables (ROA)**

	ROA	TAILLE	REUN	INDEP	DUAL	ANCIEN	AGE	ENDET	SIZE
ROA	1.000000								
TAILLE	0.364919	1.000000							
REUN	-0.313413	-0.541990	1.000000						
INDEP	0.182874	0.347183	-0.005629	1.000000					
DUAL	-0.243806	-0.790766	0.417434	-0.396558	1.000000				
ANCIEN	0.398733	-0.550224	0.329065	0.228618	0.355333	1.000000			
AGE	-0.374961	-0.566046	0.415023	0.160258	0.120522	0.305254	1.000000		
ENDET	-0.119901	-0.044770	-0.131918	-0.151797	0.164829	-0.105491	0.078685	1.000000	
SIZE	-0.262606	-0.505640	0.225989	0.120863	0.376040	0.343723	0.392012	0.078725	1.000000

Source : élaboration personnelle de l'auteur à partir d'Eviews 8



**Tableau n°4-7 : Corrélation des variables (MTB)**

	MTB	AGE	TAILLE	ANCIEN	DUAL	INDEP	REUN	ENDET	SIZE
MTB	1.000000								
AGE	0.119360	1.000000							
TAILLE	-0.089649	-0.512307	1.000000						
ANCIEN	-0.100493	0.731465	-0.499548	1.000000					
DUAL	0.171211	0.761272	-0.794858	0.486582	1.000000				
INDEP	-0.193090	0.298249	0.314152	0.401810	-0.345425	1.000000			
REUN	0.221477	0.553250	-0.540092	0.526174	0.465624	0.048287	1.000000		
ENDET	0.063023	0.065459	0.039147	-0.127698	0.133431	-0.102236	-0.170921	1.000000	
SIZE	-0.086932	0.490032	-0.479520	0.539496	0.348533	0.155427	0.677749	-0.017977	1.000000

Source : élaboration personnelle de l'auteur à partir d'Eviews 8

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

Les résultats de ces tableaux indiquent que le problème de colinéarité n'est pas visible entre les variables puisque le coefficient le plus élevé est de 0.43 entre la variable ROE et l'âge du dirigeant. Ce chiffre ne dépasse pas la valeur acceptable par l'analyse économétrique.

A partir des résultats du tableau de corrélation, nous remarquons que :

- La variable de la taille du conseil d'administration (TAILLE) est positivement corrélée avec les deux mesures de performance (ROE et ROA).
- L'indépendance du conseil d'administration (INDEP) est positivement corrélée avec le ROE ainsi qu'avec le ROA.
- La dualité des fonctions du PDG (DUAL) est négativement corrélée aux variables de la performance financière et économique.
- La fréquence des réunions du conseil d'administration (REUN) est négativement corrélée avec le ROE et le ROA.
- L'âge du dirigeant est aussi négativement corrélé avec la performance (ROE et ROA) des entreprises algériennes.
- L'ancienneté du dirigeant est positivement corrélée avec ROE et ROA.
- Les variables de contrôle (SIZE et ENDET) sont positivement corrélées avec la performance financière (ROE), mais négativement corrélées avec la performance économique (ROA).
- Et enfin, les résultats indiquent également qu'il existe une relation positive entre la performance boursière (MTB) et les variables suivantes : AGE, DUAL, REUN et ENDET. Par contre il y a une relation inverse entre TAILLE, ANCIEN, INDEP, SIZE et le ratio Market-To-Book.

### **II- Présentation des modèles utilisés :**

#### **1- Test de spécification (Tests d'homogénéité) :**

Ces tests permettent de tester si la variable dépendante  $\gamma_{it}$  est identique pour toutes les entreprises (modèle pooled), dans ce cas  $\beta_i$  et  $\gamma_{it}$  sont identiques pour toutes les entreprises ainsi que  $X_i$  (constante) identique pour toutes les entreprises.

Le modèle s'écrit alors sous la forme :

$$\gamma_{it} = \alpha + \beta K_{it} + \gamma n_{it} + \xi_{it}$$

S'il n'existe aucune structure commune entre les entreprises ; l'utilisation des données de panel ne se justifie pas et peut être même conduire à des biais d'estimation. Nous devons donc estimer les fonctions de production entreprise par entreprise.

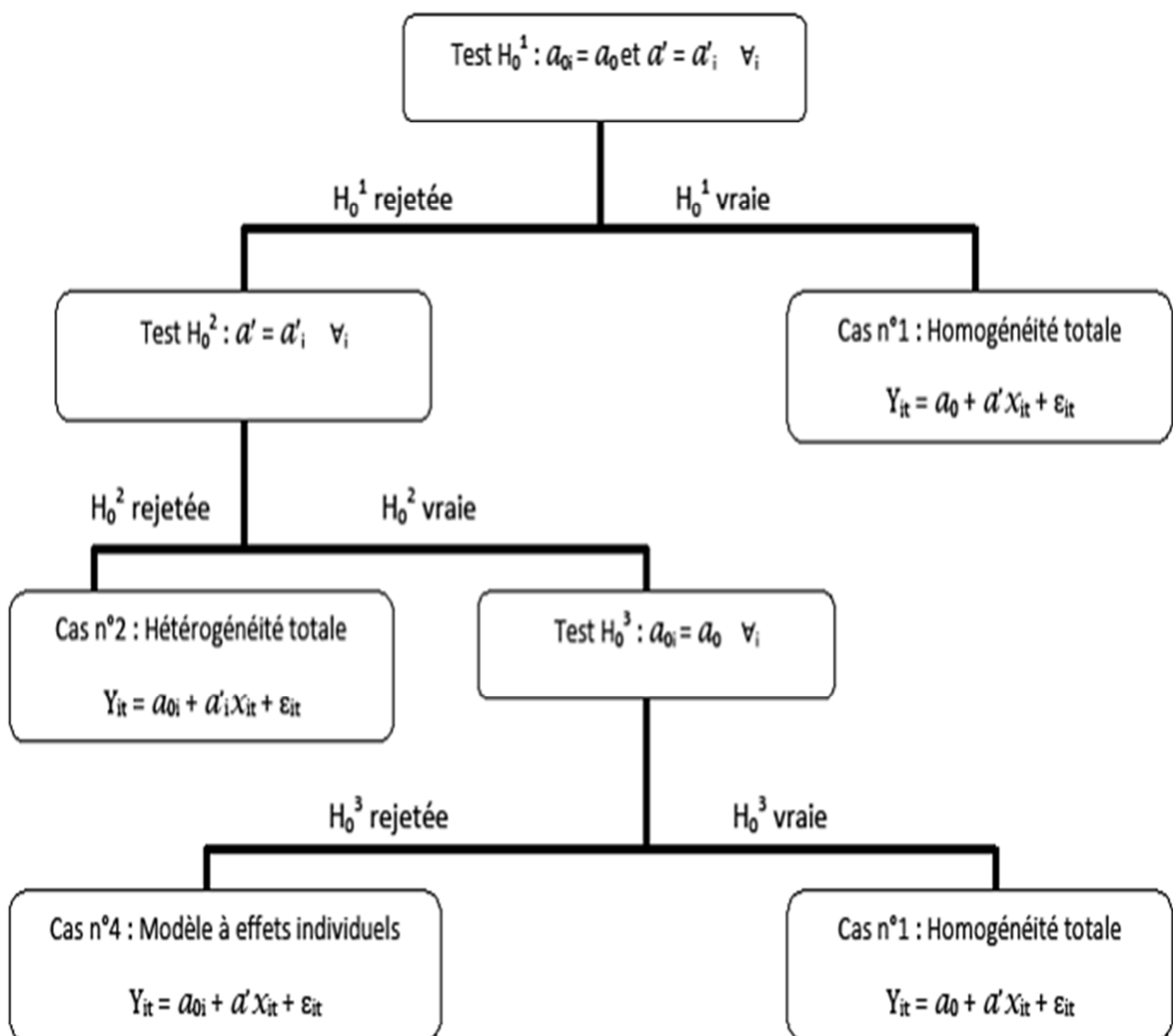
## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

Si cette structure commune existe ; il faut tester l'hypothèse d'une constante ( $\alpha_i$ ) commune à toutes les entreprises ; si cette hypothèse est rejetée on obtient alors un modèle avec effets individuels qui s'écrit sous la forme :

$$\gamma_{it} = \chi_i + \beta K_{it} + \gamma n_{it} + \xi_{it}$$

Entre ces deux cas extrêmes, il convient de précisément identifier la source d'hétérogénéité pour bien spécifier le modèle.

**Figure n°4-1 : Construction des tests**



Source: Bourbonnais. R (2009), « Econométrie: Manuels et exercices corrigés », Dunod, 7<sup>e</sup> édition, Paris, p331.

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

a) Test  $H_0^1$  :  $a_{0i} = a_0$  et  $a_i = a_i$ .  $\forall i$

Ce test d'hypothèses jointes se ramène à un test de Fisher dont la statistique est donnée par :

$$F_1 = \frac{(SCR_{c1} - SCR) / (N-1)(K+1)}{SCR / [N*T - N(K+1)]}$$

**SCR<sub>c1</sub>** = somme des carrés des résidus du modèle contraint sous l'hypothèse **H<sub>0</sub><sup>1</sup>**, soit à estimer par les MCO le modèle en empilant toutes les observations. Le degré de liberté est égal à :

(N x T = nombre total d'observations) - (K+1=nombre de coefficients à estimer).

**SCR** : somme des carrés des résidus du modèle non contraint, elle est égale à la somme des N sommes des carrés des résidus des modèles estimés sur les T observations de chaque équation individuelle, soit  $SCR = \sum_{i=1}^N SCR_i$ . Le degré de liberté est donc la somme des N degrés de liberté de chaque équation estimée, soit  $ddl = \sum_{i=1}^N [T - (K + 1)] = N * T - N(K + 1)$ .

Le degré de liberté du numérateur est donc égal à la différence des degrés de liberté de **SCR<sub>c1</sub>** et **SCR** :

$$ddl_n = [(N * T) - (K + 1)] - [(N * T) - N(K + 1)]$$

$$ddl_n = (N - 1)(K + 1)$$

❖ La statistique  $F_1$  est à comparer à la valeur lue dans la table de Fisher aux degrés de liberté du numérateur et du dénominateur.

❖ Si  $F_1 > F_{ddl_n, ddl}^\alpha$  nous rejetons l'hypothèse **H<sub>0</sub><sup>1</sup>** au seuil  $\alpha$ .

b) Test  $H_0^2$  :  $a_i = a_i$ .  $\forall i$

Ce test d'hypothèses jointes se ramène à un test de Fisher dont la statistique est donnée par :

$$F_2 = \frac{(SCR_{c2} - SCR) / [(N-1)*K]}{SCR / [N*T - N(K+1)]}$$

**SCR<sub>c2</sub>** = somme des carrés des résidus du modèle contraint sous l'hypothèse **H<sub>0</sub><sup>2</sup>**, soit à estimer le modèle à effets fixes individuels. Le degré de liberté est égal à :

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

$(N \times T = \text{nombre total d'observations}) - (K + N = \text{nombre de coefficients à estimer})$ , nous estimons  $K$  coefficients et  $N$  termes constants.

**SCR** : somme des carrés des résidus du modèle non contraint. Le degré de liberté du numérateur est donc égal à :

$$ddl_n = [(N * T) - (K + N)] - [(N * T) - N(K + 1)]$$

$$ddl_n = (N - 1) * K$$

- ❖ La statistique  $F_2$  est à comparer à la valeur lue dans la table de Fisher aux degrés de liberté du numérateur et du dénominateur.
- ❖ Si  $F_2 > F_{ddl_n, ddl_d}^\alpha$  nous rejetons l'hypothèse  $H_0^2$  au seuil  $\alpha$ .

c) Test  $H_0^3$  :  $a_{0i} = a_0, \forall i$

Ce test d'hypothèses jointes se ramène à un test de Fisher dont la statistique est donnée par :

$$F_3 = \frac{(SCR_{c1} - SCR_{c2}) / (N - 1)}{SCR_{c2} / [N * (T - 1) - K]}$$

**SCR<sub>c2</sub>** = somme des carrés des résidus du modèle contraint sous l'hypothèse  $H_0^2$ .

**SCR<sub>c1</sub>** = somme des carrés des résidus du modèle contraint sous l'hypothèse  $H_0^1$ .

Le degré de liberté du numérateur est donc égal à :

$$ddl_n = [(N * T) - (K + 1)] - [(N * T) - (K + N)]$$

$$ddl_n = (N - 1)$$

- ❖ La statistique  $F_3$  est à comparer à la valeur lue dans la table de Fisher aux degrés de liberté du numérateur et du dénominateur.
- ❖ Si  $F_3 > F_{ddl_n, ddl_d}^\alpha$  nous rejetons l'hypothèse  $H_0^3$  au seuil  $\alpha$ .

Selon les tests précédents, plusieurs configurations sont possibles :

- 3- Les  $a_i$  et les  $a'_i$  sont identiques : On qualifié alors le panel de panel « homogène ».
- 4-  $a_i =$  et  $a'_i$  sont différents selon les individus : on a donc  $N$  modèles différentes : On rejette la structure de panel.

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

5-  $a_i$  identiques mais  $a'_i$  différents selon les individus : on a donc N modèle différents.

6-  $a'_i$  identiques tandis que  $\alpha_i$  sont différents selon les individus selon les individus : on obtient un modèle à effets individuels.

Pour discriminer ces différentes configurations et pour s'assurer de bien fonder la structure de panel, il convient d'adopter une procédure des tests d'homogène emboîtés présentés précédemment.

Dans le cas où l'hypothèse nulle  $H_3^0$  est acceptée, on retrouve alors une structure de panel totalement homogène (modèle pooled).

### **2- tests de racine unitaire sur données de panel :**

L'application des tests de racine unitaire sur données de panel est récente mais devenue une démarche essentielle pour l'analyse de la stationnarité des séries temporelles.

Dans cette partie, nous allons présenter deux générations de tests, la première génération de tests reposant sur l'hypothèse d'indépendance interindividuelle des résidus et la seconde génération de tests, plus récents, tend à lever cette hypothèse d'indépendance. Ces tests renversent totalement la perspective jusqu'alors adoptée car, plutôt que de considérer les corrélations entre individus comme des paramètres de nuisance, ils proposent d'exploiter ces comouvements pour définir de nouvelles statistiques de test.

Les tests de racine unitaire sont en général très peu puissants pour distinguer des séries non stationnaires et des séries stationnaires mais fortement persistantes. Le recours aux données de panel permet ainsi de travailler sur des échantillons de taille réduite (dans la dimension temporelle) en augmentant le nombre de données disponibles (dans la dimension individuelle), diminuant dès lors la probabilité de faire face à des ruptures structurelles et palliant le problème de la faible puissance des tests en petit échantillon.

Il serait intéressant de faire remarquer que les premiers tests de racine unitaire sur panel ont été réalisés par Levin et Lin (1992, 1993).

Toutefois, ces tests de première génération présentent la limite de ne contrôler l'hétérogénéité du panel que par la présence d'effets fixes individuels et temporels, en supposant l'homogénéité de la racine autorégressive sous l'hypothèse alternative. En effet, il est peu probable qu'en cas de rejet de l'hypothèse de racine unitaire que l'on ne puisse accepter l'hypothèse alternative d'une racine autorégressive commune à tous les individus. Les contributions d'IPS (2003), MW (1999) et Pesaran (2003) permettent d'apporter des solutions.

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

### a) Le test de Levin et Lin :

Andrew Levin et Chien-Fu Lin, dans une série de contributions (Levin et Lin, 1992 ; Levin et Lin, 1993, et Levin, Lin et Chu, 2002), ont proposé le premier test de racine unitaire en panel. Leur démarche est directement inspirée de celle des tests de racine unitaire en séries temporelles de Dickey et Fuller (1979).

Par conséquent, les auteurs considèrent trois modèles pour tester la racine unitaire (1) suivant la forme que revêt la composante déterministe<sup>1</sup> :

- Modèle 1:  $\Delta y_{i,t} = \rho y_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$
- Modèle 2:  $\Delta y_{i,t} = \alpha_{i,t} + \rho y_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$
- Modèle 3:  $\Delta y_{i,t} = \alpha_{i,t} + \rho y_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$

Où  $i = 1, 2, \dots, N$  et  $t = 1, \dots, T$

Les deux auteurs<sup>1</sup> considèrent que les termes sont homogènes entre les individus. Ainsi, ce test suppose que tous les individus sont identiques en termes de présence ou d'absence de racine unitaire dans la mesure où l'on suppose, Ils supposent ainsi que toute l'hétérogénéité inter - individuelle est captée par les effets fixes, sous l'hypothèse nulle :  $\rho = \rho_i = 0$ , et sous l'hypothèse alternative :  $\rho = \rho_i < 0$

Une telle hypothèse est cependant fortement restrictive, ce qui a conduit Im, Pesaran et Shin (2003) à développer un test plus souple.

### b) Le test d'Im, Pesaran et Shin (2003) :

Comme nous l'avons évoqué, une des principales limites du test de Levin et Lin réside dans le caractère homogène de la racine autorégressive sous l'hypothèse alternative. Il est peu probable en effet qu'en cas de rejet de l'hypothèse de racine unitaire on puisse accepter l'hypothèse d'une racine autorégressive commune à tous les individus si l'on applique des tests usuels de spécification. Les tests proposés par Im, Pesaran et Shin dans une série de contributions (1997, 2002 et 2003) permettent de répondre à cette critique. En effet, ces auteurs furent les premiers à développer un test autorisant, sous l'hypothèse alternative, non seulement une hétérogénéité de la racine autorégressive ( $\rho_i \neq \rho_j$ ), mais aussi une hétérogénéité quant à la présence d'une racine unitaire dans le panel.

---

<sup>1</sup>Hurlin. C et Mignon. V (2005), « Une synthèse des tests de racine unitaire sur données de panel », *Economie & Prévision*, 2005/3-4-5, N° 169-170-171, p 257.

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

Im, Pesaran et Shin (IPS) considèrent un modèle avec effets individuels et sans tendance déterministe. En l'absence d'autocorrélation des résidus, ce modèle s'écrit<sup>1</sup>:

$$\Delta y_{i,t} = \alpha_i + \rho_i y_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{Avec: } i = 1, 2, \dots, N$$

La statistique du test IPS (Im, Pesaran et Shin) est une moyenne de statistique ADF de chaque individu  $i$  du panel. Elle se définit comme suit<sup>2</sup>:

$$t_{\text{bar}_{NT}} = 1/N \sum t_{iT}$$

Où  $t_i$  est la statistique de Student associée à l'hypothèse nulle  $\rho_i = 0$ , sous l'hypothèse d'absence d'autocorrélation des résidus. IPS montrent que la statistique standardisée ( $Z_{IPS}$ ) suit une loi normale lorsque  $(T, N \rightarrow \infty)$ . Sous cette condition, l'application du théorème central limite nous permet d'établir la loi exacte de la statistique moyenne standardisée ( $Z_{IPS}$ ):

$$Z_{IPS} = \frac{\sqrt{N} (t_{\text{bar}_{NT}} - 1/N \sum E[t_{pit}])}{\sqrt{1/N \sum \text{Var} [t_{pit}]}}$$

Avec:  $N(0,1) \rightarrow (T, N \rightarrow \infty)$

### c) Le test de Maddala et Wu :

Le teste Maddala et Wu (1999) est un test non paramétrique de Fisher (1932) initialement appliqué à l'étude de la PPA par Choi (2001) et présenté de façon générale par Maddala et Wu (1999). Le principe est simple et repose sur une combinaison des niveaux de significativité (c'est-à-dire des p-values) de  $N$  tests individuels de racine unitaire indépendants. Soit  $P_i = F_{T_i}(G_i)$  la p-value associée à une statistique de test  $G_i$  de l'hypothèse nulle de racine unitaire pour un individu  $i$  donné où désigne la fonction de répartition associée à la statistique individuelle pour un échantillon de taille  $T$ . La statistique de test peut être choisie comme la t-statistique d'un test ADF, comme la statistique de n'importe quel autre test de l'hypothèse nulle de racine unitaire (Phillips et Perron, 1988 ; Elliott, Rothenberg et Stock, 1996, etc.). Il existe alors de très nombreuses façons de combiner les p-values afin de construire un test de racine unitaire en panel (en utilisant le minimum, la somme, etc.). Maddala et Wu (1999) retiennent la statistique de test définie par la quantité<sup>3</sup>:

$$P_{MW} = -2 \sum \ln(p_i)$$

---

<sup>1</sup>Hurlin. C et Mignon. V (2005), op cit, p.265.

<sup>2</sup>Hurlin. C et Mignon. V (2005), op. cit, p.266.

<sup>3</sup>Hurlin. C et Mignon. V (2005), op cit , p.270



## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

Les p-values sont distribuées selon des lois uniformes sur [0,1] et  $In$  est distribuée selon un  $X^2(1)$ ,  $i = 1, \dots, N$ . Maddala et Wu (1999) considèrent le cas où les statistiques individuelles sont indépendantes. Sous cette hypothèse, la statistique suit, sous l'hypothèse nulle de racine unitaire, un  $X^2(2N)$  quelle que soit la taille  $N$  de l'échantillon. Pour un risque de première espèce donné, si la réalisation de  $P_{MW}$  est supérieure au seuil d'un  $X^2(2N)$ , on rejette l'hypothèse nulle  $N$  de racine unitaire pour les individus du panel. Tout comme le test proposé par IPS, le test de Maddala et Wu (1999) ne retient pas l'hypothèse alternative restrictive du test de Levin et Lin selon laquelle le coefficient autorégressif est le même pour tous les individus.

Le principal inconvénient empirique de l'approche de Maddala et Wu provient de la nécessité de simuler les distributions des statistiques individuelles afin de construire les p-values individuelles. À l'inverse, nous avons vu que les statistiques standardisées des tests d'IPS peuvent être construites à partir des moments fournis par les auteurs, ce qui en facilite d'autant la mise œuvre.

### d) Le test de Hadri (2000) :

Le test de Hadri (2000) est basé sur l'hypothèse nulle de stationnarité. Ce test consiste en une extension du test de stationnarité proposé par Kwiatkowski et alii (1992) dans le cadre de l'économétrie des séries temporelles. Il s'agit d'un test du multiplicateur de Lagrange visant à tester l'hypothèse nulle de stationnarité des séries (pour  $i = 1, \dots, N$ ) contre l'hypothèse alternative de racine unitaire. Hadri (2000) repose sur les deux modèles suivants<sup>1</sup>:

$$Y_{it} = r_{it} + \beta_i t + \varepsilon_{it}$$

Où  $r_{it}$  est une marche aléatoire qui s'écrit :

$$r_{it} = r_{it-1} + U_{it}$$

Où  $U_{it}$  est un bruit blanc de moyenne nulle et de variance  $\delta^2_\varepsilon$  l'hypothèse nulle s'écrit alors :

$$H_0 : \delta^2_\varepsilon = 0$$

---

<sup>1</sup>Hurlin. C et Mignon. V (2005), op cit, p.271

### 3- Tests de cointégration en panel :

Pour étudier l'existence d'une relation de cointégration, nous nous sommes référés aux travaux de Pedroni (1995, 1997)<sup>1</sup> qui a proposé divers tests visant à appréhender l'hypothèse nulle d'absence de cointégration intra-individuelle à la fois pour des panels homogènes et hétérogènes. Les valeurs critiques figurant dans les travaux étant relatives à la présence d'un seul régresseur dans les relations de cointégration. Pedroni (1999, 2004) propose une extension au cas où les relations de cointégration comprennent plus de deux variables. Tout comme les tests de racines unitaires de K.S. Im, M.H. Pesaran et Y. Shin (2003), les tests de Pedroni prennent en compte l'hétérogénéité par le biais de paramètres qui peuvent différer entre les individus. Ainsi, sous l'hypothèse alternative, il existe une relation de cointégration pour chaque individu, et les paramètres de cette relation ne sont pas nécessairement les mêmes pour chacun des individus du panel. La prise en compte d'une telle hétérogénéité constitue un avantage indéniable puisqu'en pratique, il est rare que les vecteurs de cointégration soient identiques d'un individu du panel à l'autre. Dans ces conditions, imposer de manière erronée une homogénéité des vecteurs de cointégration aurait pour conséquence un non rejet de l'hypothèse nulle d'absence de cointégration, alors même que les variables sont cointégrées.

Pedroni (1997, 1999) propose d'estimer la relation de long terme suivante<sup>2</sup> :

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_{it} + \beta_{1t} X_{1it} + \beta_{2t} X_{2it} + \dots + \beta_{Mt} + \beta_{Mit} X_{Mit} + \epsilon_{it}$$

Où  $i = 1, \dots, N$ ,  $t = 1, \dots, T$  et  $m = 1, \dots, M$ .

Par ailleurs, pour mieux prendre en compte le degré d'hétérogénéité du panel, sur les sept tests proposés par Pedroni, quatre sont basés sur la dimension within (intra) et trois sur la dimension between (inter). Les deux catégories de tests reposent sur l'hypothèse nulle d'absence de cointégration.

Le test basé sur la dimension inter est plus général au sens où il autorise la présence d'hétérogénéité entre les individus sous l'hypothèse alternative. Les tests fondés sur la dimension within (intra) sont : la statistique panel  $v$ , la statistique panel  $p$ , la statistique panel  $t$  (non paramétrique) et la statistique panel  $t$  (paramétrique). En ce qui concerne les tests basés sur la dimension between (inter) il y a : la statistique groupe  $p$ , la statistique groupe  $t$  (non paramétrique) et la statistique groupe  $t$  (paramétrique).

---

<sup>1</sup> Pedroni. P (1995), «Panel cointegration, Asymptotic and finite sample properties of pooled time series tests with an application to the PPP hypothesis», Working Paper in Economics, N°. 92-013, Indiana University.

<sup>2</sup>Hurlin. C et Mignon. V (2007), « Une synthèse des tests de cointégration sur données de Panel », Economie & Prévision, 2007/4 No. 180-181, p. 252

**4- spécifications et estimations des modèles à effets individuels :**

Les modèles à effets individuels supposent que les modèles estimés ne diffèrent par individu que par la valeur de la constante  $\mathbf{a}_{0i} = \mathbf{a}_0 + \mathbf{a}_i$ .

Nous allons distinguer deux cas : les modèles à effets fixes (l'effet individuel est constant au cours du temps) et les modèles à effet aléatoire (le terme constant est une variable aléatoire).

Les modèles à effets individuels peuvent être transposés au modèle à effet temporels, la constante s'écrit alors  $\mathbf{a}_{0t} = \mathbf{a}_0 + \mathbf{a}_t$ .

a) Le modèle à effets fixes individuels :

Le modèle en données de panel à effets fixes individuels peut s'écrire la manière suivante :

$$Y_{it} = \mathbf{a}_{0i} + \mathbf{a}' \chi_{it} + \xi_{it}$$

$Y_{it}$  = variable endogène observée pour l'individu  $i$  à la période  $t$  ;

$\chi_{it}$  = vecteur des  $\kappa$  variable exogènes  $\chi_{it} = (\chi_{it1} = \chi_{zit}, \dots, \chi_{it\kappa})$  ;  $\chi_{it}$  est donc la valeur observée pour la  $\kappa$ -ième variable exogène pour l'individu  $i$  à instant  $t$  ;

$\mathbf{a}_{0i}$  = terme constant pour l'individu

$\mathbf{a}'$  = vecteur des  $\kappa$  coefficients des  $\kappa$  variables exogènes,  $\mathbf{a}' = (\mathbf{a}_1, \mathbf{a}_2 \dots \mathbf{a}_\kappa)$ .

$\xi_{it}$  = terme d'erreur.

La méthode d'estimations des paramètres va dépendre de la structure des termes d'erreurs.

- si les erreurs sont homoscédastiques, non auto corrélées dans la dimension temporelle  $\text{cov}(\xi_{it}, \xi_{it'}) = 0$  pour  $t \neq t'$  et dans la dimensions individuelle  $\text{cov}(\xi_{it}, \xi_{it'}) = 0$  pour  $i \neq j$  : méthode des moindres carrés ordinaires (MCO) sur les variables indicatrices (en anglais LSDV = Least square Dummy variable) ou sur les estimateurs Within.

• **Estimateur LSDV :**

L'estimateur LSDV consiste à appliquer la méthode des MCO sur le modèle avec variables indicatrices spécifiques pour chacun des  $N$  individus, nous construisons donc  $N$  variables indicatrices tel que :  $\mathbf{D}_i = 1$  pour l'individu  $i$  et 0 pour les autres.

Le modèle s'écrit :  $y_{it} = \mathbf{a}_0 + \mathbf{a}_{01} \mathbf{D}_1 + \mathbf{a}_{02} \mathbf{D}_2 + \dots + \mathbf{a}_{0N} \mathbf{D}_N + \mathbf{a}' \chi_{it} + \xi_{it}$

Pratiquement nous estimons le modèle sans la constante  $\mathbf{a}_0$  :

$Y_{it} = \mathbf{a}_1 \mathbf{D}_1 + \mathbf{a}_2 \mathbf{D}_2 + \dots + \mathbf{a}_N \mathbf{D}_N + \mathbf{a}' \chi_{it} + \xi_{it}$  par les MCO ou les MCG si les erreurs sont hétéroscédastiques ou/et autocorrélées.

Nous pouvons ensuite calculer les coefficients  $\mathbf{a}_{0i} = \mathbf{a}_0 + \mathbf{a}_i$  du modèle initial, la valeur de la constante  $\mathbf{a}_0$  étant égale à la moyenne des coefficients  $\mathbf{a}_i$  estimés.

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

### • **Estimateur Within :**

L'estimateur Within (estimateur intra-individuel) consiste à centrer préalablement toutes les variables à expliquer et explicatives sur leurs moyennes individuelles et à appliquer la méthode des MCO (ou MCG si les erreurs sont hétéroscédastiques ou auto corrélées) sur le modèle ainsi transformé :

$$(\mathbf{Y}_{it} - \mathbf{Y}_i) = \mathbf{a}' (\mathbf{x}_{it} - \mathbf{x}_i) + \xi_{it} \text{ pour } i = 1, \dots, N, \text{ Net } t = 1, \dots, T.$$

Après l'estimation des coefficients  $\mathbf{a}'$  les coefficients fixes individuels  $\mathbf{a}_{oi}$  d'obtiennent par les relations :  $\hat{\mathbf{a}}_{oi} = \bar{\mathbf{Y}}_i - \hat{\mathbf{a}}' \bar{\mathbf{x}}_i$ ;  $\mathbf{a}_{o2} = \bar{\mathbf{Y}}_2 - \hat{\mathbf{a}}' \bar{\mathbf{x}}_2$ ; ... ;  $\hat{\mathbf{a}}'_{oN} = \bar{\mathbf{Y}}_N - \hat{\mathbf{a}}' \bar{\mathbf{x}}_N$ .

Nous calculons ensuite les coefficients  $\mathbf{a}_{oi} = \mathbf{a}_o + \mathbf{a}_i$  du modèle initial comme précédemment.

Cette méthode d'estimation conduit exactement aux mêmes résultats que la méthode LSDV.

### b) Le modèle à effets aléatoires :

#### • **présentation du modèle à effets aléatoires :**

Le modèle à effets aléatoires suppose que la relation entre la variable à expliquer et les variables explicatives ne soit plus fixe mais aléatoire, l'effet individuel n'est plus paramètre fixe  $\mathbf{a}_{oi}$  mais une variable aléatoire.

Le terme d'erreur se décompose de la manière suivante :  $\xi_{it} = \mathbf{a}_{oi} + \lambda_t + \mathbf{v}_{it}$  d'où le nom donné aussi à ce type de modèle : modèle à erreur composée (error components model).

Les  $\mathbf{a}_{oi}$  représentent les effets individuels aléatoires, la variable aléatoire  $\lambda_t$  représente les effets temporels identiques pour tous les individuels et enfin  $\mathbf{v}_{it}$  est un terme d'erreur qui est orthogonal aux effets individuels et temporels.

En outre, nous faisons les hypothèses suivantes concernant les variables aléatoires  $\mathbf{a}_{oi}$ ,  $\lambda_t$  et  $\mathbf{v}_{it}$  : espérances nulles, homoscedasticités, indépendance temporelle et orthogonalité entre les trois composantes.

Dans le cas simple où l'effet temporel n'existe pas ( $\lambda_t = 0$ ), le modèle à effets aléatoires individuels s'écrit alors :

$$\mathbf{Y}_{it} = \mathbf{a}_o + \mathbf{a}' \mathbf{x}_{it} + \xi_{it} \text{ avec } \xi_{it} = \mathbf{a}_{oi} + \mathbf{v}_{it}.$$

Où encore  $\mathbf{Y}_{it} = \mathbf{a}_o + \mathbf{a}_{oi} + \mathbf{a}' \mathbf{x}_{it} + \mathbf{v}_{it}$ , le coefficient  $\mathbf{a}_o$  est un coefficient fixe identique pour tous les individus.

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

- **Estimation du modèle à effets aléatoires :**

La méthode d'estimation adéquate est celle des MCG car la composante aléatoire  $\mathbf{a}_{oi}$  est présente dans  $\xi_{it}$  et  $\xi_{it'}$ , d'où  $\text{Cov}(\xi_{it}, \xi_{it'}) \neq 0$ . Nous avons donc une auto corrélation des erreurs.

On démontre que l'estimateur des MCG se ramène à une moyenne pondérée des estimateurs Within (présenté précédemment) et Between, l'estimateur Between (estimateur interindividuel noté  $\widehat{a}_{\text{Bet}}$ ) est l'estimateur des MCO appliqué sur le modèle dont les données sont les N moyennes individuelles des variables à expliquer et explicatives :

$$Y_{it} = \mathbf{a}_0 + \mathbf{a}_{oi} + \mathbf{a}' \bar{\chi}_i + \bar{v}_i \text{ pour } i = 1, \dots, N.$$

L'estimateur des MCG est donné par :  $\widehat{a}_{\text{MCG}} = \Delta \widehat{a}_{\text{Bet}} + (1 - \Delta) \widehat{a}_{\text{LSDV}}$  la valeur des poids  $\Delta$ , une matrice de dimension  $(\kappa, \kappa)$ , est inversement proportionnelle à la matrice des covariances de  $\widehat{a}_{\text{Bet}}$ .

L'introduction d'effets individuels aléatoire permet donc de combiner une spécification intermédiaire entre le modèle sans effet individuel et le modèle avec effets fixes, la structure du panel n'est ni totalement homogène, si totalement hétérogène.

### c) Effets fixes ou effets aléatoire ? Le test d'Hausman :

Le test d'Hausman est un test de spécification qui permet de déterminer si les coefficients des deux estimations (fixes et aléatoires) sont statistiquement différents.

Sous l'hypothèse nulle  $H_0$  d'orthogonalité entre les variables explicatives et le terme d'erreur du modèle à effets aléatoires, les deux estimateurs - Within et MCG - sont des estimateurs non biaisés et dans ce cas il e doit pas y avoir de différence significative entre les estimations Within et MCG des différents coefficients, la méthode des MCG est alors retenue : le modèle est à effets aléatoires.

Soit le test d'hypothèses :

$H_0 : a_{\text{LSDV}} - a_{\text{MCG}} = 0$  le modèle est à effets aléatoires.

$H_1 : a_{\text{LSDV}} - a_{\text{MCG}} \neq 0$  le modèle est à effet fixes.

Nous calculons la statistique :

$$H = (\widehat{a}_{\text{LSDV}} - \widehat{a}_{\text{MCG}})' [\text{Var}(\widehat{a}_{\text{LSDV}}) - \text{Var}(\widehat{a}_{\text{MCG}})]^{-1} (\widehat{a}_{\text{LSDV}} - \widehat{a}_{\text{MCG}})$$

La statistique H est distribuée selon un chi-deux à k degré de liberté, si  $H > \chi^2(k)$  pour un seuil  $\alpha$  % fixé, nous rejetons l'hypothèse  $H_0$ , l'estimateur LSDV (Within) est non biaisé,

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

nous rejetons alors la spécification à effets aléatoires et nous choisissons un modèle à effets fixes individuels.

### **5- L'estimateur des moindres carrés ordinaires (MCO) :**

La méthode des moindres carrés ordinaires reste l'une des méthodes les plus fréquemment utilisées. La MCO sert à modéliser une variable dépendante en fonction de ses relations à un ensemble de variables explicatives.

Le principe de cette méthode consiste à choisir les valeurs estimées  $a_j$  qui minimisent la somme des carrés des résidus. Cela veut dire minimiser la somme des carrés des différences entre les valeurs observées de  $Y_i$  et les valeurs prédites  $\hat{Y}$  :

$$\sum_{i=1}^n (Y_i - \hat{Y}) = \sum_{i=1}^n (Y_i - \sum_{j=1}^n a_j X_{ij})^2 = \sum_{i=1}^n e_i^2$$

L'expression  $\sum_{i=1}^n (Y_i - \hat{Y})$  est donc le carré de la distance euclidienne entre les valeurs observées de la variable dépendante et les valeurs prédites. La solution de ce problème de minimisation est donnée par l'estimateur des moindres carrés ordinaires.

L'analyse de la qualité globale du modèle s'effectue à travers le coefficient de détermination ( $R^2$ ). Ce coefficient explique la part de l'évolution de la variable dépendante qui est expliquée par les variables exogènes. Le test d'adéquation d'ensemble est fait à travers le test de Fisher. Les hypothèses posées sont les suivantes :

$H_0$  :  $a'_1 = a'_2 = \dots = a'_k = 0$ , tous les coefficients sont nuls ;

$H_1$  :  $a'_1 \neq 0$ , il existe au moins un coefficient non nul.

Avec  $k$  le nombre de paramètre estimé.

Si la statistique de Fisher calculée est supérieure à la théorique  $F_{(k-1, n-k)}$  ou la  $\text{prob}(F\text{-stat}) < 5\%$ , nous rejetons l'hypothèse nulle ; la qualité de la régression est bonne au seuil de 5%. Dans le cas contraire, nous acceptons l'hypothèse nulle au même seuil ; la qualité de régression n'est pas bonne.

La validation statistique de la qualité individuelle des variables est appréciée par le test de Student. Le test de Student pose comme hypothèses :

$H_0$  :  $a'_1 = 0$ , le coefficient n'est pas significativement différent de zéro ;

$H_1$  :  $a'_1 \neq 0$ , le coefficient est significativement différent de zéro.

Si la statistique calculée de Student est supérieure à la statistique tabulée (théorique)  $t_{0,05, n-k}$  ou la probabilité calculée est inférieure à 5%, nous rejetons l'hypothèse nulle ; les variables sont donc statistiquement significatives au seuil de 5%. Dans le cas contraire, nous acceptons l'hypothèse nulle ; les variables ne sont pas significatives au seuil de 5%.

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

### Section 3 : Résultats et discussion :

La présentation des principales caractéristiques de l'échantillon sera suivie de celle des analyses relatives à l'impact de la gouvernance des entreprises algériennes sur leurs performances économiques, financières et boursières.

#### I- Présentation et interprétation des résultats :

Après avoir présenté toutes les variables de notre étude, leurs mesures, ainsi que les modèles économétriques à utiliser, nous pouvons déduire notre modèle d'analyse qui exprime le lien entre la relation propriétaire / dirigeant sur la performance.

Nous passerons à une étude économétrique à travers laquelle nous essayerons de tester la présence d'un lien entre les indicateurs de performance (ROA, ROE et MTB) et la gouvernance des entreprises algériennes.

#### 1- Résultats des tests d'homogénéité :

a) Test  $H_0^1$  :  $a_{0i} = a_0$  et  $a^i = a^i$ .  $\forall i$

$$SCR_{c1} = 11.82000$$

$$SCR = \sum_{i=1}^4 SCR_i$$

Code Entreprise	SCR <sub>i</sub>
1	0.317683
2	0.224930
3	0.313412
4	0.150073
$\& \sum_{i=1}^4 SCR_i$	1.006098

$$F_1 = \frac{(SCR_{c1} - SCR) / (N-1)(K+1)}{SCR / [N * T - N(K+1)]}$$

$$F_1 = \frac{(11.82000 - 1.006098) / (4-1)(8+1)}{1.006098 / [4 * 11 - 4(8+1)]}$$

$$F_1 = 3.18$$

$$F_{TAB} = F_{27,8}^{5\%} = 3.1 \quad \left. \vphantom{F_{TAB}} \right\} \rightarrow F_{cal} > F_{TAB}$$

→ Nous rejetons l'hypothèse  $H_0^1$  au seuil 5%.

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

b) Test  $H_0^2$ :  $a_i = a_i, \forall i$

$$SCR_{c2} = 8.084770$$

$$F_2 = \frac{(SCR_{c2} - SCR) / [(N-1) * K]}{SCR / [N * T - N(K+1)]}$$

$$F_2 = \frac{(8.084770 - 1.006098) / [(4-1) * 8]}{1.006098 / [4 * 11 - 4(8+1)]}$$

$$F_2 = 2.34$$

$$F_{TAB} = F_{24, 8}^{5\%} = 3.12$$

$$\left. \begin{array}{l} F_2 = 2.34 \\ F_{TAB} = F_{24, 8}^{5\%} = 3.12 \end{array} \right\} \rightarrow F_{cal} < F_{TAB}$$

→ L'hypothèse  $H_0^2$  ne peut pas être rejetée, la structure de panel est donc confirmée.

c) Test  $H_0^3$ :  $a_{0i} = a_0, \forall i$

$$F_3 = \frac{(SCR_{c1} - SCR_{c2}) / (N-1)}{SCR_{c2} / [N * (T-1) - K]}$$

$$F_3 = \frac{(11.82000 - 8.084770) / (4-1)}{8.084770 / [4 * (11-1) - 8]}$$

$$F_3 = 4.92$$

$$F_{TAB} = F_{3, 32}^{5\%} = 2.88$$

$$\left. \begin{array}{l} F_3 = 4.92 \\ F_{TAB} = F_{3, 32}^{5\%} = 2.88 \end{array} \right\} \rightarrow F_{cal} > F_{TAB}$$

→ L'hypothèse  $H_0^3$  ne peut pas être rejetée, il est donc nécessaire d'introduire des effets individuels dans notre modèle.

### 2- Résultats des tests de stationnarité sur données de panel :

Le tableau ci-dessous présente les résultats des tests de racine unitaire sur données de panel sous l'hypothèse  $H_0$  qui indique l'absence de stationnarité (Présence de racine unitaire), donc une probabilité du test inférieure à 10%, 5%, 1% conduit à rejeter  $H_0$ . Le but de cette partie est de vérifier la stationnarité de nos séries. Afin d'atteindre ce but, nous utilisons les tests de racine unitaire proposés par Levine, Lin et Chu 1993 (LLC), Im, Pesaran et Shin 1997 (IPS), et le test ADF.



## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

**Tableau n° 4-8 : Résultats des tests de stationnarité**

Variables	LLC		IPS		ADF	
	Level	1 <sup>st</sup> difference	Level	1 <sup>st</sup> difference	Level	1 <sup>st</sup> difference
<b>ROE</b>	1.19867 (0.8847)	-4.28184*** (0.0000)	1.27380 (0.8986)	-2.00866** (0.0203)	-2.38241 (0.8183)	19.8183*** (0.0006)
<b>ROA</b>	-0.52002 (0.3015)	-5.13558*** (0.0000)	-0.14719 (0.4415)	-2.00902** (0.0023)	9.78835 (0.4805)	8.8646** (0.0156)
<b>MTB</b>	-0.95877 (0.1688)	-0.50883** (0.0223)	-0.03735 (0.4851)	-0.28610* (0.0074)	3.00234 (0.5574)	1.94314** (0.0260)
<b>TAILLE</b>	-1.94042 (0.2162)	-1.30316* (0.0863)	-0.75701 (0.2245)	-1.18904** (0.0072)	10.1189 (0.2568)	13.9641* (0.0038)
<b>DUAL</b>	-0.34270 (0.3659)	-1.82787** (0.0338)	-0.18957 (0.4248)	-2.03666** (0.0008)	6.06082 (0.4164)	-2.58822*** (0.0000)
<b>REUN</b>	-12.0272*** (0.0000)	-2.65400*** (0.0000)	-5.83854*** (0.0000)	-9.49146*** (0.0000)	-3.14560*** (0.0000)	-3.54485*** (0.0000)
<b>INDEP</b>	-0.83606 (0.8016)	-0.31422* (0.0048)	0.59728 (0.7248)	-2.96557*** (0.0000)	3.58950 (0.7320)	2.2886*** (0.0006)
<b>AGE</b>	0.57996 (0.7190)	-3.47418*** (0.0000)	0.18533 (0.5735)	-1.99399** (0.0231)	5.98799 (0.6486)	19.6774*** (0.0035)
<b>ANCIEN</b>	-0.54130* (0.0942)	-4.06120*** (0.0000)	0.45667* (0.0760)	-1.86402** (0.0312)	5.41402** (0.0125)	-1.54258*** (0.0061)
<b>SIZE</b>	-2.80187*** (0.0000)	-4.43402*** (0.0000)	-1.74338** (0.0046)	-3.07833*** (0.0000)	16.9382** (0.0008)	26.7243*** (0.0000)
<b>ENDET</b>	-3.81939*** (0.0000)	-8.03581*** (0.0000)	-2.54346*** (0.0000)	-3.60192*** (0.0000)	21.8847*** (0.0000)	29.6383*** (0.0000)

**Note :** \* ; \*\* ; \*\*\* : Stationnarité des variables (Absence de racine unitaire) aux niveaux de signification 10%, 5%, 1%

Source : Elaboration personnelle de l'auteur à partir d'Eviews 8

Les résultats des tests de racine unitaires montrent que les variables suivantes sont stationnaires en niveau : REUN (nombre de réunions du conseil d'administration), ANCIEN (l'ancienneté du dirigeant), SIZE (la taille de la firme), ENDET (l'endettement des firmes). Par contre les variables de la rentabilité financière (ROE), la rentabilité économique (ROA), le ratio Market-To-book (MTB), la dualité des fonctions (DUAL), l'indépendance du conseil d'administration (INDEP), l'âge du dirigeant (AGE) et la taille du conseil d'administration (TAILLE) ne sont pas stationnaires en niveau mais stationnaires en première différence. Ceci nous conduit à réaliser les tests de cointégration sur données de panel entre ces dernières variables et les variables à expliquer (ROE, ROA, MTB).

### **3- Résultats des tests de cointégration de Pedroni :**

Le tableau suivant présente les résultats des tests de cointégration de Pedroni (1999). Le rejet de l'hypothèse nulle (Absence de cointégration) nous permet de conclure l'existence de cointégration entre les variables.

**Tableau n° 4-9 : Test de cointegration de Pedroni**

		Statistique	Statistique pondérée	Probabilité
<b>Common AR coefs. (within- dimension)</b>	Panel v-Statistic	-1.144340	-1.144340	0.8278
	Panel rho-Statistic	0.702703	0.702703	0.7589
	Panel PP-Statistic	-5.870332	-5.870332	0.0730
	Panel ADF-Statistic	-1.728872	-1.728872	0.7415
		Statistique		Probabilité
<b>Individual AR coefs. (between- dimension)</b>	Group rho-Statistic	1.180761		0.8812
	Group PP-Statistic	-6.899145		0.0572
	Group ADF-Statistic	-1.817863		0.6545

Note : L'hypothèse d'absence de cointegration est rejetée au seuil de 1%, 5%, 10%  
Source : Elaboration personnelle de l'auteur à partir d'Eviews 8

A partir du tableau ci-dessus, nous pouvons constater que les probabilités de l'ensemble des statistiques sont supérieures à la valeur critique de la loi normale au seuil de 5%, ce qui nous conduit à accepter l'hypothèse nulle d'absence de relation de cointegration entre les variables.

Ces résultats nous permettent de tester la relation existante entre la performance des firmes de notre échantillon et ses variables explicatives par les différents modèles d'estimation proposés par l'économétrie de panel (modèle à effets fixes ou modèle à effets aléatoires).

#### **4- Résultats du test d'Hausman:**

Puisque la présence des effets individuels est confirmée, il convient alors de déterminer comment ces effets doivent être modélisés et connaître quelle hypothèse est la plus appropriée pour notre modèle (effets fixes ou effets aléatoires). Nous devons se référer donc au test d'Hausman (1978) qui permet de distinguer entre les deux cas.

Le tableau ci-dessous présente les principaux résultats du test de Hausman, pour nos trois mesures de performance, sous l'hypothèse nulle  $H_0$  de présence d'effets aléatoires et l'hypothèse alternative  $H_1$  qui indique la présence des effets individuels fixes.

**Tableau n° 4-10 : Test d'Hausman**

P-Value			Valeur du test		
ROE	ROA	MTB	ROE	ROA	MTB
0.0002	0.0000	0.0000	23.61369	34.24974	10.109243

Source : Elaboration personnelle de l'auteur à partir d'Eviews 8

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

D'après les résultats du test de Hausman, la réalisation des statistiques du test sont de 23.61369 pour le premier modèle (ROE), 34.24974 pour le deuxième modèle (ROA) et 10.109243 pour le dernier modèle (MTB), qui suivent un chi deux à 8 degré de liberté. La P-Value, pour les trois modèles, est inférieure au niveau de confiance 5%, nous rejetons donc l'hypothèse nulle d'absence de corrélation entre effets individuels et variables explicatives. Nous utilisons par conséquent les estimateurs du modèle à effets fixes.

### **5- Résultats de l'estimation de l'effet du fonctionnement du conseil d'administration et des variables du contrôle sur la performance des entreprises:**

Dans ce qui suit, nous allons procéder à l'estimation du modèle à effets fixes, pour nos trois mesures de performance.

La spécification de nos modèles de base est comme suit :

$$Perform = f(CA + X_{it}) \dots\dots\dots (8)$$

$$Perform_{it} = \alpha + CA_{it} \beta + X_{it} \delta + u_{it} \dots\dots\dots (9)$$

Avec :

- $Perform_{it}$  = représente la performance des entreprises dans ses trois dimensions : financière (ROE), économique (ROA) et boursière (MTB).
- $CA_{it}$  = correspond aux variables du conseil administration et des caractéristiques du dirigeants susceptibles d'expliquer la performance des entreprises. Pour cette étude, nous avons six variables du conseil, à savoir :
  - La taille du conseil d'administration (TAILLE)
  - Nombre de réunion au sein du conseil (REUN)
  - L'age du dirigeant (AGE)
  - L'ancienneté du dirigeant (ANCIEN)
  - L'indépendance du conseil d'administration (INDEP)
  - La dualité des fonctions du président du conseil d'administration et du PDG (Dual).
- $X_{it}$  = Variables du contrôle : Nous retenons deux variables de contrôle :
  - La taille de l'entreprise (SIZE)
  - L'endettement de l'entreprise (ENDET)

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

- $u_{it}$  = le terme d'erreur.

La formulation finale de nos modèles est comme suit :

$$ROE_{it} = \alpha + \beta_{1i} Taille_{it} + \beta_{2i} Reun + \beta_{3i} Indep_{it} + \beta_{4i} Dual_{it} + \beta_{5i} Ancien_{it} + \beta_{6i} Age_{it} + \delta_{1i} Size_{it} + \delta_{2i} Endet_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (10)$$

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_{1i} Taille_{it} + \beta_{2i} Reun + \beta_{3i} Indep_{it} + \beta_{4i} Dual_{it} + \beta_{5i} Ancien_{it} + \beta_{6i} Age_{it} + \delta_{1i} Size_{it} + \delta_{2i} Endet_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (11)$$

$$MTB_{it} = \alpha + \beta_{1i} Taille_{it} + \beta_{2i} Reun + \beta_{3i} Indep_{it} + \beta_{4i} Dual_{it} + \beta_{5i} Ancien_{it} + \beta_{6i} Age_{it} + \delta_{1i} Size_{it} + \delta_{2i} Endet_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (12)$$

Les Résultats des régressions sont présentés dans les tableaux suivants:

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

**Tableau n°4-11: Résultats de l'estimation (ROE)**

Variable à expliquer ROE : Return On Equity			
Période : 2005 – 2015 ; T = 11 ; N = 4 ; Total panel observations : 11 x 4 = 44 Obs			
Variables explicatives	MCO (Pooling)	Modèle à effets fixes	Modèle à effets aléatoires
<b>Constante</b>	11.65124 (22.55922)***	11.51883 (18.69395)***	11.65124 (21.06641)***
<b>TAILLE</b>	0.028412 (0.672060)*	0.023885 (0.528974)*	0.028412 (0.627588)**
<b>REUN</b>	0.042796 (0.534039)*	-0.037499 (-0.440613)*	0.042796 (0.498700)**
<b>INDEP</b>	3.634419 (10.51007)***	3.622855 (10.01721)***	3.634419 (9.814589)***
<b>DUAL</b>	1.009043 (1.391513)*	0.930684 (1.197282)	1.009043 (1.299433)**
<b>ANCIEN</b>	0.135040 (19.47664)***	0.135213 (17.38134)***	0.135040 (18.18781)***
<b>AGE</b>	0.134320 (5.798957)	0.130335 (5.010558)	0.134320 (5.415224)
<b>SIZE</b>	1.02E-05 (0.001854)*	0.000375 (0.063090)**	1.02E-05 (0.001731)*
<b>ENDET</b>	0.049054 (1.626894)*	0.051116 (1.604712)**	0.049054 (1.519237)*
<b>R<sup>2</sup></b>	0.981459	0.981459	0.981313
<b>R ajusté</b>	0.975085	0.975085	0.977042
<b>Prob (F-statistic)</b>	0.000000 (229.7436)	0.000000 (153.9889)	0.000000 (229.7436)
<b>Effets fixes</b>	FIRME 1	-1.036709	
	FIRME 2	0.431110	
	FIRME 3	-1.154211	
	FIRME 4	1.759810	

Note : \*\*\*, \*\* et \* indiquent respectivement les niveaux de significativité 1%, 5% et 10%.

NB : La valeur entre parenthèses indique la statistique t de Student.

Source : Elaboration personnelle de l'auteur à partir d'Eviews 8

L'analyse révèle que l'indépendance du conseil d'administration et l'ancienneté du directeur joue un rôle positif et significatif au seuil de 1% sur la rentabilité financière des firmes. La ROE est aussi affectée positivement par la taille et l'endettement des entreprises au seuil de 5% et par la taille du conseil au seuil de 10%. Par contre cette rentabilité est négativement liée à la variable REUN et au seuil de 10%. L'analyse indique également qu'il n'existe aucune relation significative entre la ROE et les variables AGE et DUAL.

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

**Tableau n°4-12: Résultats de l'estimation (ROA)**

<b>Variable à expliquer ROA : Return On Asset</b>			
<b>Période : 2005 – 2015 ; T = 11 ; N = 4 ; Total panel observations : 11 x 4 = 44 Obs</b>			
<b>Variabiles explicatives</b>	<b>MCO (Pooling)</b>	<b>Modèle à effets fixes</b>	<b>Modèle à effets aléatoires</b>
<b>Constante</b>	1.840287 (0.904204)***	11.51883 (18.69395)***	2.273110 (1.171776)***
<b>TAILLE</b>	0.320450 (1.923531)*	0.296993 (1.902922)*	-0.371378 (-2.267408)**
<b>REUN</b>	-0.102096 (-0.323299)**	-0.184407 (-0.626876)**	-0.139772 (-0.463963)
<b>INDEP</b>	1.825088 (1.339317)*	1.918013 (1.534329)**	-1.853288 (-1.460574)
<b>DUAL</b>	-5.174453 (-1.810802)*	-6.106601 (-2.272820)**	-5.056690 (-1.857309)*
<b>ANCIEN</b>	0.072786 (2.663953)**	0.043536 (1.619159)***	0.069482 (2.742733)***
<b>AGE</b>	0.028088 (1.299070)	0.130335 (5.010558)	0.155291 (1.821671)*
<b>SIZE</b>	0.158538 (1.736892)	-0.041576 (-2.022908)*	-0.027628 (-1.257411)**
<b>ENDET</b>	-0.003126 (-0.026307)	-0.007459 (-0.067751)***	0.063892 (0.556112)*
<b>R<sup>2</sup></b>	0.735709	0.869259	0.530507
<b>R ajusté</b>	0.606728	0.721192	0.423194
<b>Prob (F-statistic)</b>	0.000063 (13.37805)	0.000388 (12.84461)	0.000063 (13.37805)
<b>Effets fixes</b>	FIRME 1	-1.125812	
	FIRME 2	0.234780	
	FIRME 3	-0.298189	
	FIRME 4	1.189221	

Note : \*\*\*, \*\* et \* indiquent respectivement les niveaux de significativité 1%, 5% et 10%.

NB : La valeur entre parenthèses indique la statistique t de Student.

Source : Elaboration personnelle de l'auteur à partir d'Eviews 8

L'impact de l'ancienneté des dirigeants (ANCIEN) est significativement positif, au seuil de 1%, sur la rentabilité économique des firmes. Il existe également une relation positive et significative aux seuils de 5% et 10% entre la ROA et les variables INDEP et TAILLE respectivement. En revanche cette relation est négative entre la ROE et les variables ENDET, REUN, DUAL, SIZE, aux seuils de 1%, 5% et 10% respectivement. Par contre l'âge des dirigeants (AGE) n'a aucun effet sur la valeur économique des firmes.

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

**Tableau n°4-13: Résultats de l'estimation (MTB)**

Variable à expliquer MTB : Market To Book Ratio			
Période : 2005 – 2015 ; Total panel observations : 31 Obs			
Variables explicatives	MCO (Pooling)	Modèle à effets fixes	Modèle à effets aléatoires
<b>Constante</b>	-11.40484 (-1.436328)***	-6.037952 (-1.017641)***	-11.40484 (-1.482170)***
<b>TAILLE</b>	-0.520344 (-0.834314)	-0.403652 (-0.984774)	-0.520344 (-0.860941)
<b>REUN</b>	1.838653 (1.358902)	1.892822 (2.021548)*	1.838653 (1.402273)
<b>INDEP</b>	-7.336561 (-1.408160)	-5.677131 (-1.690546)	-7.336561 (-1.453103)
<b>DUAL</b>	-13.57202 (-1.307489)	-6.904085 (-0.999115)	-13.57202 (-1.349219)
<b>ANCIEN</b>	-0.090378 (-0.785957)	0.013918 (0.150725)	-0.090378 (-0.811042)
<b>AGE</b>	0.515519 (1.549720)	0.209338 (0.875527)	0.515519 (1.599180)
<b>SIZE</b>	-0.136984 (-1.751148)*	0.048128 (0.892618)	-0.136984 (-1.807038)*
<b>ENDET</b>	0.292358 (0.580915)	0.457606 (1.446573)	0.292358 (0.599455)
<b>R<sup>2</sup></b>	0.592797	0.765887	0.592797
<b>R ajusté</b>	0.435632	0.630348	0.435632
<b>Prob (F-statistic)</b>	0.007498 (21.13556)	0.000517 (5.650679)	0.007498 (21.13556)
<b>Effets fixes</b>	FIRME 1	-1.063371	
	FIRME 2	1.950106	
	FIRME 3	-1.154211	
	FIRME 4	0.267476	

Note : \*\*\*, \*\* et \* indiquent respectivement les niveaux de significativité 1%, 5% et 10%.

NB : La valeur entre parenthèses indique la statistique t de Student.

Source : Elaboration personnelle de l'auteur à partir d'Eviews 8

Les résultats de l'analyse montrent que seul le nombre de réunions du conseil d'administration qui a un effet significatif sur le MTB et qui est positif au seuil de 10%.

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

Les résultats du modèle à effets fixes indiquent que nos trois modèles sont globalement significatifs puisque la probabilité de Fischer est nulle et avec des valeurs de 153.9889, 12.84461 et de 5.650679 pour le premier modèle (ROE), le deuxième modèle (ROA) et pour le troisième modèle (MTB) respectivement. Concernant le premier modèle, l'ajustement du modèle économétrique est de qualité supérieure puisque le coefficient de détermination ( $R^2$ ) est de 0,98 ce qui veut dire que 98% des variations de la variable dépendante peut être expliquées par les variables indépendantes. Ce coefficient est de 0.73 pour le deuxième modèle, et de 0.76 pour le dernier modèle.

### **II-Discussion des Résultats :**

Après avoir calculé les variables de gouvernance retenues, et leurs impacts sur la performance de la firme. Notre objectif était de vérifier s'il existe des différences significatives entre les variables de gouvernance et la performance.

Pour étudier l'impact des variables relatives aux pratiques de gouvernance sur le ROA, le ROE et sur le ratio MTB, nous avons eu recours à la méthode des données de panel. Nous avons utilisé comme variable de contrôle la taille de l'entreprise et l'endettement. Nous avons utilisé la méthode d'Hausman pour décider quelle méthode (effets fixes ou effets aléatoires) est plus appropriée à notre échantillon. Le test révèle que la méthode des effets fixes est la plus adaptée à cette régression, et permet de prendre en compte les caractéristiques non observables au niveau des firmes et suppose qu'ils ne varient pas dans le temps.

Globalement, nos résultats montrent qu'il y'a un impact significatif de la nature et du fonctionnement du conseil d'administration sur la performance.

L'impact de la composition du conseil d'administration sur la performance présente des résultats divergents comme suit :

La taille du conseil à une relation statistiquement significative positive avec le ROA et ROE. Un conseil d'administration composé d'un nombre important d'administrateurs est capable de contrôler, ou refuser les décisions prises par les dirigeants. Aussi une grande taille ne génère pas de conflits d'intérêts entre ces membres issus de la même famille. Ce résultat confirme la théorie de la dépendance des ressources (Pfeffer.J 1972, Mintzberg1983).

La grande taille du conseil favorise la diversité des choix des solutions adéquates, l'expérience et la sécurisation des ressources (Pearce et Zahra1989, Gobard et Shatt2004, Adams et Mehran 2003).



## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

Ce résultat n'est pas conforme à la théorie de l'agence (Jensen 1993, Yermack 1996) qui confirment que la petite taille du conseil d'administration peut améliorer son fonctionnement, car une taille élevée peut favoriser la domination des dirigeants et une naissance des conflits au sein de l'organisation.

Par contre, nos résultats montrent qu'il n'y a pas une relation significative entre la taille des entreprises et la performance boursière.

Indépendance du conseil d'administration influe positivement sur la performance financière et économique (ROE et ROA) ; la présence des administrateurs externes est déterminante dans la limitation du comportement opportuniste des dirigeants et la réduction de la latitude managériale, et objective dans la détermination de la rémunération des dirigeants, et l'augmentation de la performance d'entreprise. L'apport des administrateurs externes permet à l'entreprise de se comparer aux autres.

La présence des administrateurs externes dans le conseil améliore la qualité de la publication financière et la performance financière des entreprises. Ce résultat est conforme aux travaux empiriques de Pfeffer.J (1981), Fama et Jensen (1983), Black et al (2006), Lefort et Urzua (2008), et contredit les études de Adam et Mehran (2003), Agrawal et Knoeber (1996), Bhagat et Bolton (2008), qui affirment que la proportion des administrateurs externes n'améliore pas la performance des entreprises.

Par contre Charreaux G, et Pitol-Belin (1990) ont montré que l'échec des administrateurs externes dans le contrôle des dirigeants s'explique par une collusion entre ces administrateurs et les dirigeants.

L'indépendance du conseil d'administration n'exerce aucun effet sur la performance boursière des entreprises (MTB).

La fréquence des réunions influe négativement sur la performance financière et économique. La multiplication des réunions entraîne des coûts et anticipe la stratégie de maximisation de l'utilité individuelle du dirigeant (Fotso 2015) sachant que le conseil d'administration fixe la stratégie à long terme de l'entreprise, la multiplicité des réunions risque de compromettre cette stratégie. Par contre, cette variable a un effet sur la performance boursière.

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

Le cumul des fonctions (la dualité), n'as pas de lien significative avec le ROE et le MTB. Les entreprises algériennes ont une structure de direction moniste, qui tend vers une concentration du pouvoir entre les mains d'une seule personne à savoir le PDG. La concentration du pouvoir entre les mains d'une seule personne à savoir le dirigeant permet de renforcer le pouvoir du leadership et permet de contourner les problèmes de transfert incomplet des informations issues de la séparation des deux fonctions.

En revanche cette variable a un impact négatif sur le ROA. Plus le cumul des fonctions du PDG et le directeur du conseil d'administration est important, plus la capacité de la direction d'investir dans des investissements rentables diminue. Ce résultat est conforme aux travaux de Charreaux et Pitol –Belin (1990), Fama et Jensen (1983), Brickley (1997).

L'ancienneté du dirigeant a un effet statistiquement significatif et positif sur la performance de l'entreprise (ROE et ROA) qu'il gère. Il s'avère que plus la durée de temps passée en tant que dirigeant est importante, la performance de l'entreprise est meilleure, car les dirigeants de l'entreprise acquièrent avec le temps une plus grande expérience, et intensifient par son réseau relationnels et leurs investissements en capital humain spécifique à l'entreprise qui leur permet un meilleur accès aux ressources d'approvisionnement et de financement.

Plus le dirigeant est ancien plus il aura de l'expérience et sera en mesure de réaliser des investissements spécifiques à l'entreprise. En effet, l'impact positif de l'ancienneté du dirigeant sur le ROA et le ROE est conforme aux résultats de Brickley et al (1997), Castanias et Helfat (1992), Zingales (2000) et Charreaux (2008) qui ont affirmé que les dirigeants qui possèdent une ancienneté avancée au sein de l'entreprise sont plus susceptibles d'avoir une bonne performance. Ces auteurs montrent que l'enracinement des dirigeants développe des compétences spécifiques dans la firme ce qui entraîne des conséquences positives sur la performance de l'entreprise.

Ce résultat contredit (Shleifer et Vishny 1989, Paquerot 1997, Hambrick 1995, qui constatent que l'enracinement à des effets négatifs sur la richesse des actionnaires, car le dirigeant réalise des investissements qui satisfont ses propres intérêts qui sont différents des intérêts des parties prenantes.

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

Dans les entreprises où l'état est un actionnaire majoritaire, le changement du dirigeant est motivé par des considérations non économiques, c'est-à-dire des conditions qui ne répondent pas nécessairement aux critères de compétence et d'efficacité.

Les résultats montrent également que l'ancienneté du dirigeant ne joue aucun rôle dans la détermination de la performance boursière (MTB).

L'âge du dirigeant n'a pas d'effet sur nos trois mesures de performance (ROE, ROA et MTB) car l'âge du dirigeant ne signifie pas nécessairement l'expérience. D'autre part, un âge avancé met le dirigeant dans une situation où il pense beaucoup plus à sa retraite qu'à penser à l'entreprise.

La taille de l'entreprise est positivement liée à la performance financière des entreprises (ROE). Selon Finet, Labelle (2004), la grande firme a la possibilité de diminuer les coûts unitaires (effet d'économie d'échelle) et de diversifier le risque, par contre une firme de petite taille est plus créative, innovatrice et créatrice de la valeur.

Par contre, la taille des entreprises est négativement liée la performance économique (ROA) des entreprises de notre échantillon. Plus la taille est grande, plus le ROA diminue puisque ce ratio n'est pas une source d'attraction pour les nouveaux actionnaires contrairement à la rentabilité des capitaux propres (ROE).

Les résultats montrent qu'il n'y a aucune relation entre la taille des entreprises et la performance boursière.

L'endettement de l'entreprise est significativement et positivement lié à la performance financière (ROE) parce qu'il exprime la charge financière supportée par l'entreprise et qui peut avoir un effet sur la discipline des dirigeants (Young et Shapiro 2005, Azofra et Lopez 2005, Kolsi et Ghorbel 2011). Selon la théorie de l'agence l'émission de dette conduit à réduire les conflits entre actionnaires et dirigeants, par conséquent réduire les coûts d'agence des fonds propres et maximiser le ROE, où le paiement régulier de la dette conduit à diminuer la probabilité de l'investissement sous optimal de la part du dirigeant puisque la liquidité se trouve réduite.

Concernant la rentabilité économique (ROA), les résultats indiquent une relation négative avec l'endettement des entreprises. L'augmentation du taux d'endettement entraîne une

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

augmentation des risques vis-à-vis des investisseurs car plus les entreprises s'endettent, plus la rentabilité des investissements diminue.

Les résultats montrent également que l'endettement n'a aucun effet sur le MTB.

De toutes ces variables, nous constatons que leurs effets sur la performance sont nuancés et qu'elle peut être positive ou négative selon la variable étudiée. De ce fait, la performance financière des entreprises algériennes cotées en bourse est sensible aux variables suivantes : La taille du conseil d'administration, l'indépendance des administrateurs, et l'ancienneté des dirigeants. Par conséquent l'hypothèse I est confirmée. Ce qui veut dire qu'il existe une relation positive entre les mécanismes de la gouvernance et la performance des entreprises algériennes.

Le marché boursier a toujours été considéré comme un lieu qui favorise la performance. Cependant, pour le marché boursier algérien, nous n'avons pas constaté un rapport significatif entre la performance et la gouvernance des entreprises cotées. Ce qui veut dire que l'hypothèse II n'est pas vérifiée en Algérie. Nous pensons que cette absence de sensibilité est due au fait que notre marché boursier reste embryonnaire et qu'il regroupe très peu d'entreprises. Aussi, ce marché ne permet pas de transférer de propriété du public vers le privé du fait de la forte protection des entreprises publiques. Les autorités boursières restent à l'écart et ne font pas d'effort pour dynamiser la bourse d'Alger.

## Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises algériennes cotées en bourse

---

### Conclusion

Depuis plusieurs années de nombreux travaux mettent en cause la pertinence de certains indicateurs pour l'explication de la relation propriétaire / dirigeant et son effet sur la performance des entreprises.

Le but de ce chapitre est d'analyser l'effet des déterminants de la relation qui existe entre les propriétaires et les dirigeants sur la performance des entreprises algériennes cotées en bourse.

Nous avons proposé dans ce chapitre, une étude empirique qui répond aux hypothèses de la recherche. Nous avons adopté une démarche empirique qui permet de répondre à notre problématique.

Nous avons étudié l'impact des variables de gouvernance sur la performance à travers un échantillon porté sur des entreprises algériennes. La composition de l'échantillon est basée sur les entreprises cotées en bourse. L'échantillon total est composé de 4 entreprises. Portant sur une période de 10 ans, entre 2005 et 2015.

Pour ce faire, nous avons commencé par une présentation de la gouvernance d'entreprise en Algérie, ensuite nous avons mis en relief les différentes études empiriques traitant la relation entre les variables de gouvernance et la performance. Nous avons aussi examiné la relation entre la gouvernance et la performance des entreprises à l'aide de la méthode des données de panel.

Les résultats de cette méthode montrent qu'il existe une relation significative entre le fonctionnement du conseil d'administration, les caractéristiques du dirigeant, et la performance financière et économique.

Les résultats du modèle économétrique indiquent que le marché boursier Algérien est caractérisé par une forte concentration de la propriété. La structure de propriété est à majorité familiale ou étatique. Les entreprises algériennes est une structure de direction moniste, qui tend vers une concentration du pouvoir entre les mains d'une seule personne à savoir le PDG.

Enfin les résultats traduisent un certain état de gouvernance des entreprises algérienne. En effet, le marché boursier algérien est à l'état embryonnaire ; il est caractérisé par une forte concentration de la propriété. La structure de propriété concentrée a majorité familiale ou étatique.

# Conclusion générale

## Conclusion générale

---

### Conclusion générale :

Aujourd'hui, la gouvernance d'entreprise constitue pour les entreprises algériennes une condition essentielle pour leurs croissances et leurs pérennités. Ce travail de recherche avait pour ambition de savoir comment le dirigeant algérien est incité et contrôlé dans le cadre des pratiques de la gouvernance d'entreprise, en se basant sur une multitude de mécanismes.

Nous avons choisi de focaliser notre étude sur les entreprises cotées en bourse. Pour ce faire, notre démarche a été scindée en deux volets : le premier volet traite le cadre théorique de la recherche, divisé en deux chapitres : dans le premier chapitre, nous avons étudié les différents fondements théoriques de la relation propriétaire/dirigeant, commençant par la théorie des coûts de transaction (Coase et Williamson), et la théorie des droits de propriété, pour aboutir à la théorie de l'enracinement et la théorie des jeux. Le deuxième chapitre traite le cadre conceptuel de la gouvernance des entreprises, et les mécanismes de contrôle des dirigeants.

Le deuxième volet traite les différents facteurs déterminants la gouvernance, et leurs effets sur la performance des entreprises algériennes. Nous nous sommes intéressés particulièrement aux entreprises algériennes cotées en bourse, vu leurs visibilité et la disponibilité des informations. Notre échantillon est composé de quatre entreprises algériennes cotées en bourse durant la période 2010-2015.

Le choix des variables s'est basé sur les études empiriques, qui ont émis un ensemble d'hypothèse à tester sur la performance de l'entreprise.

Nous avons choisi comme mesure dépendante la performance financière (ROE), la performance économique (ROA) et la performance boursière (MTB), car il s'agit de mesures fréquemment utilisées dans la littérature analysant l'impact de la gouvernance d'entreprise sur sa performance (Kolsi et Ghorbel 2011, Ben Ali et Teulon 2014, Barruet Clara 2014).

Les variables explicatives utilisées dans notre travail ont été divisées en variables propres au conseil d'administration, variables des caractéristiques du dirigeant et variables de contrôle, ainsi que les variables relatives au fonctionnement du conseil d'administration dont : la taille du conseil d'administration, l'indépendance du conseil, la dualité des fonctions du directeur générale de l'entreprise et le directeur du conseil d'administration, et la fréquence des réunions. Les variables relatives aux caractéristiques des dirigeants sont : l'ancienneté et l'âge du dirigeant.

## Conclusion générale

---

Pour déterminer l'influence des variables dépendantes dans notre modèle, notre base de données inclut deux variables de contrôle. L'inclusion des variables de contrôle permet d'améliorer le degré de validité des résultats, et de mieux contrôler les variables qui peuvent influencer la performance de la firme. (Kolsi et Ghorbel 2011, Louizi 2011). Ces variables sont des variables susceptibles d'avoir un effet significatif sur la performance, nous avons retenus la taille de l'entreprise qui est considérée comme une variable déterminante dans l'explication de la performance, utilisée par plusieurs auteurs (Bahagat et Black 2001), et la niveau d'endettement de l'entreprise qui exprime la charge de l'endettement supportée par l'entreprise et qui peut avoir un effet sur la discipline des dirigeants (Young et Shapiro 2005, Azofra et Lopez 2005, Kolsi et Ghorbel 2011).

En résumé, le nombre des variables caractéristiques s'élève à 8 regroupées en 3 thèmes, pour expliquer la performance, nous avons mobilisé une étude économétrique à travers laquelle nous avons essayé de tester la présence d'un lien entre les indicateurs de performance (ROA, ROE et MTB) et la gouvernance des entreprises algériennes.

Pour étudier l'impact des variables relatives aux pratiques de gouvernance sur la performance, nous avons utilisé la méthode des données de panel. Nous avons utilisé comme variables de contrôle la taille de l'entreprise et l'endettement. Le test d'Hausman révèle que c'est la méthode des effets fixes qui est adaptée à cette régression, et permet de prendre en compte des caractéristiques non observables au niveau des firmes et suppose qu'ils ne varient pas dans le temps.

Globalement, nos résultats montrent qu'il y'a un impact significatif du fonctionnement du conseil d'administration sur la performance.

L'impact de la composition du conseil d'administration sur la performance présente des résultats divergents comme suit :

La taille du conseil à une relation statistiquement significative avec la performance de l'entreprise. Un conseil d'administration composé d'un nombre important d'administrateurs est capable de contrôler les décisions prises par les dirigeants, ce résultat est conforme à celui de Pfeffer.J (1972), Mintzberg (1983), Pearce et Zahra (1989), Gobard et Schatt (2004), Adams et Mehran (2003).



## Conclusion générale

---

L'indépendance du conseil d'administration influe positivement sur la performance. La présence des administrateurs externes est déterminante dans la limitation du comportement opportuniste des dirigeants et la réduction de la latitude managériale. L'apport des administrateurs externes permet à l'entreprise de se comparer à l'autre entreprise.

La présence des administrateurs externes dans le conseil améliore la qualité de la publication financière et la performance financière des entreprises. Ce résultat est conforme aux travaux empiriques de Fama et Jensen (1983), Black et al (2006), Lefort et Urzua (2008).

La fréquence des réunions influe négativement la performance. La multiplication de réunion entraîne des coûts, et anticipe la stratégie de maximisation de l'utilité individuelle du dirigeant (Fotso 2015) sachant que le conseil d'administration fixe la stratégie à long terme de l'entreprise, la multiplicité des réunions risque de compromettre cette stratégie.

Le cumul des fonctions (la dualité) n'as pas de relation significative sur la performance financière. Les entreprises algériennes sont une structure de direction moniste, qui tend vers une concentration du pouvoir entre les mains d'une seule personne à savoir le PDG.

L'ancienneté du dirigeant a une relation statistiquement significative avec la performance de l'entreprise qu'il gère. Il s'avère que plus la durée de temps passée en tant que dirigeant est importante, plus la performance de l'entreprise est meilleure, car les dirigeants de l'entreprise acquièrent avec le temps une plus grande expérience, et intensifient par leurs réseaux relationnels et leurs investissements en capital humain spécifique à l'entreprise qui leur permet un meilleur accès aux ressources d'approvisionnement et de financement.

Plus le dirigeant est ancien plus il a de l'expérience et est en mesure de réaliser des investissements spécifiques à l'entreprise. En effet, l'ancienneté du dirigeant a un impact positif sur la performance financière. Ceci confirme le résultat de Brickley et al (1997), Castanias et Helfat qui ont affirmé que les dirigeants qui possèdent une ancienneté avancée au sein de l'entreprise sont plus susceptibles de dégager une bonne performance.

Les conclusions tirées du cas algérien contredisent la littérature empirique, car le marché boursier Algérien est caractérisé par une forte concentration de la propriété. Les entreprises algériennes sont des structures de direction moniste, qui tend vers une concentration du pouvoir entre les mains d'une seule personne à savoir le PDG.

## Conclusion générale

---

Nous avons constaté que nos entreprises cotées en bourse se caractérisent par la grande taille du conseil d'administration, ce qui s'explique par une présence importante des cadres dirigeants. Ces cadres dirigeants sont sous l'autorité de directeur qui est au même temps PDG. Ceci favorise l'enracinement. Cet enracinement est aussi favorisé par le capital relationnel que tisse le PDG avec les structures de l'état( ceci est justifié par la durée au mandat), et aussi le fait que les entreprises publiques n'ont pas la possibilité de mettre leurs actions sur le marché .

La multiplicité des réunions occulte la vision stratégique de l'entreprise, dans le sens où ces réunions se limitent à régler les problèmes urgents, donc du court terme.

Les administrateurs externes ne peuvent jamais contredire les décisions du dirigeant, car ils sont tous des représentants de l'état.

Tous les dirigeants qui s'enracinent deviennent un investissement spécifique du fait de l'expérience acquise. Pour le cas algérien on peut ajouter que cet investissement spécifique n'est pas du à l'expérience des dirigeants mais a l'importance du réseau relationnel accumulé selon Henni. A(1993)<sup>1</sup>. L'enracinement du dirigeant algérien est défensif, mais ne dépend pas des conditions du fonctionnement de l'entreprise, il dépend beaucoup plus de situation institutionnelle (changement de loi et de responsables au niveau de l'état).

Nous pouvons constater que le rôle du conseil d'administration est faible dans les entreprises algériennes du fait que :

- le transfert de la propriété est difficile, à cause des statuts des entreprises algériennes qui sont régies par des textes contraignants où l'ouverture du capital est liée à des décisions politiques.
- La domination des dirigeants cumulant la fonction du président du conseil d'administration.
- L'influence des dirigeants dans la désignation des administrateurs.
- L'absence de la culture des bonnes pratiques de la gouvernance des entreprises.
- L'état joue le rôle du propriétaire unique.

En Algérie, les entreprises cotées en bourse ont des rentabilités positives avec des cours boursiers qui se sont dépréciés. Les intermédiaires en opérations de bourse (IOB) ne jouent pas leur rôle et ne contrôlent pas le dysfonctionnement du marché.

Sur la base des conclusions, la politique de l'entreprise devrait viser à améliorer ou à créer de la valeur pour l'actionnaire grâce à l'amélioration des mécanismes de gouvernance,

---

<sup>1</sup> Henni. A(1993), « Le cheikh et le patron », Office des publications universitaires, Alger.

## Conclusion générale

---

puisque tous les indicateurs de cette dernière sont liés d'une façon significative à la performance des entreprises.

La maximisation de la richesse des actionnaires n'est pas le seul objectif de l'entreprise, les intérêts des autres parties prenantes (clients, créanciers, fournisseurs, salariés, l'Etat), doivent également être pris en considération. Il convient donc de considérer la firme comme un nœud de contrat dont chaque partie cherche à tirer le maximum d'avantages. Dans ce contexte, les dirigeants doivent arbitrer entre les intérêts divergents des différentes parties prenantes de l'entreprise.

Les conclusions tirées de cette étude doivent être complétées par de nouvelles recherches, en intégrant des variables non prises en compte dans notre travail, comme la rémunération des dirigeants, le fonctionnement des comités d'audit et la rotation des dirigeants.

Enfin nous insistons sur la difficulté du sujet due à la non publication des données complémentaires. Cette situation nous a conduit à faire tenir compte de quatre entreprises.

Les résultats économétriques, auxquels nous sommes parvenus, présentent certaines limites :

– la mobilité des blocs de contrôle et le non dynamisme du marché financier algérien ne favorisent pas la stabilité de la structure de propriété.

– le modèle ignore les effets conjoncturels sur la performance des entreprises cotées. En effet, d'autres variables telles que les réformes mises en œuvres afin d'assurer une meilleure liquidité, la transparence, l'efficacité et la sécurité du marché financier algérien peuvent affecter la performance.

Enfin On peut dire que dans les entreprises algériennes cotées en bourse, nous sommes en présence de trois situations différentes :

- La première concerne les entreprises publiques (Aurassi, Saidal), dont le capital n'est pas transférable. dans ce type d'entreprise, la relation propriétaire / dirigeant ne peut jamais être conflictuelle, dans le sens où l'actionnaire est l'état, et le manager n'est que le représentant de l'état : donc pas de conflit.
- La deuxième situation est représentée par les entreprises privée qui jouissent d'un marché oligopolistique (Alliance). L'opposition ne peut naitre que dans le cas où la rente de cette situation diminue.

## Conclusion générale

---

- La troisième situation (Rouiba), dont le capital est ouvert, mais dans la famille Othmani détient la majorité. De ce fait on ne peut pas imaginer un conflit d'intérêt.

En réponse à notre problématique nous pensons que l'amélioration de la performance passe nécessairement par la libération du capital social de l'entreprise, et donc par l'activation du marché boursier en Algérie. La présence d'un actionnariat privé favorise la recherche de la performance.

# Bibliographie

### **Bibliographie :**

- Abecassis.C (1997), « Les coûts de transaction ; état de la théorie », In réseaux, volume 15, N°84.
- Adams.R et Mehran (2003), « Is corporate governance different for bank holding companies? Federal reserve bank of New York», Economic Policy Review (April), pp 123-142.
- Agrawal .A et Knoeber .C (1996), « Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders », Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 31, n° 3, pp 377-397.
- Alexandre.H et Paquerot .M (2000), « Efficacité des structure de contrôle et enracinement des dirigeants », Finance Contrôle Stratégie, volume 3, N° 2.
- Anderson. R. C, Mansi .S. A. et Reeb. D. M. (2004), «Board characteristics, accounting report integrity and the cost of dept», Journal of Accounting and Economies, Vol 37, pp 31- 342.
- André. P et Schiehl .E (2004), « Systèmes de gouvernance, actionnaires dominants et performance future des entreprises », Finance Contrôle Stratégie, Vol 7.
- Akerlof. G .A (1970), « The market for “Lemons”: Quality uncertainty and the market Mechanism», the Quarterly Journal of Economics, Vol 84, N°3, pp 488-500.
- Ardjouné. I (2009), « Libéralisation et ouverture de l'économie Algérienne, quel impact sur la gouvernance des entreprises Agro-alimentaires ? Cas de la wilaya de Bejaia », thèse de doctorat.
- Bancel. F (1997), « La gouvernance des entreprises », édition Economica, Paris.
- Barruet. C (2014), «Gouvernance d'entreprise, Conseil d'administration et Performance des entreprises françaises », Mémoire d'initiation à la recherche, Ipag Business School, pp 61-100.
- Baudry .B (2003), « Economie de la firme », édition la Découverte, Paris.
- Baudry .B et Chassagnon. .V (2014), « Les théories économiques de l'entreprise », édition la Découverte, Paris.
- Ben Ali. C et Teulon. F (2014), « CEO Monitoring and board effectiveness: Resolving CEO compensation issue», IPAG Business School Working Paper, Version – January 2014.

## Bibliographie

---

- Benbrika. A et Ghodbane. H(2013), « Valeur partenariale et valeur actionnariale, vers une gouvernance cognitive basée sur la création de valeur pour l'entreprise, étude comparée entre les différents systèmes de gouvernance », Revue des Sciences Humaines, Biskra, N°32.
- Bertin-Mouroit. B et Lâporte. M (2003), « Gouvernance d'entreprise : fonctionnement des organes de contrôle et rôle des représentants des salariés », Rapport d'étude, caris (centre d'analyse et de recherche sur l'innovation sociale), Paris.
- Bessire et Al (2005), « Qu'est-ce qu'une bonne gouvernance », halshes-00543220, version 1,Gsee.
- Bhagat .S et Bolton (2000), «Board independence and long –term firm performance», working paper, university of Colorado.
- Bhagat. Set Black. B. S (2002), « Board independence and long term firm performance », Journal of Corporation Law, vol 27, pp 231-273
- Bhagat. S et Bolton. B (2008), « Corporate governance and firm performance», Journal of Corporate Finance, vol 14, N°3, pp 257-273.
- Bhattacharya. S (1979), « Imperfect information, dividend, policy and the birdin the hand », Fallay The Bell Journal of Economics, vol 10, n° 1.
- Biais.B et Faucault.T (1993), « Asymétrie d'information et marché financier ; une synthèse de la littérature récente », l'actualité économique, Vol 69, n°1.
- Bouaziz. Z et Triki. M (2012), « L'impact du conseil d'administration sur la performance financière des entreprises Tunisiennes », MPRA Paper n° 38672, May 2012, pp 1-36.
- Bouba-olga olivier (2005), « Gouvernance d'entreprise ; élargir la problématique », Revue Economiques et Sociales, n° 63.
- Boudriga .A, Jellouli.S, Mamoghli.C (2011), « Caractéristiques du conseil d'administration, qualité d'audit et risque de crédit: Cas des Banques Tunisiennes », Revue Tunisienne des banques de Finance et de Gouvernance, avril 2011.
- Boujenoui .A, Bozec, Zeghal .D(2004), « Analyse de l'évolution des mécanismes de gouvernance d'entreprise dans les sociétés d'État au Canada », Finance Contrôle Stratégie – Volume 7, N° 2, pp 95 – 122.
- Bourbonnais. R (2009), «Econométrie: Manuels et exercices corrigés», Dunod, 7<sup>e</sup> édition, Paris.

## Bibliographie

---

- Boutaleb.K (2008), « La problématique de la gouvernance d'entreprise en Algérie », université de Tlemcen.
- Bouton. D (2002), Rapport du groupe de travail, AFEP-MEDEF, pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées.
- Breton. A et Wintrobe .R (1985), « The logic of bureaucratic conduct. An economic analysis of competition, exchange and efficiency in private and public organization», University Press, management Public, Vol 3, N° 3, pp 158-160.
- Caby et Hirigoyen (2001), « La création de l'entreprise », 2<sup>ème</sup> édition, Economica, Paris, France.
- Caby et Hirigoyen (2005), « Création de valeur et gouvernance d'entreprise », édition Economica, Paris, France.
- Canet .R(2004), « Qu'est-ce que la gouvernance ? », conférence de la chaire MCD dans le cadre d'un séminaire : les nouveaux modes de gouvernance et la place de la société civile, organisé par le service aux collectivités de L'UQAM, Montréal.
- Cavaco .S, Challe.E, Crifo .P et Reberieux .A (2012), « Conseil d'administration et performance des sociétés cotées », Rapport pour l'Institut CDC pour la Recherche et la chaire finance durable et investissement responsable.
- Charreaux.G (1987), « Structure de propriété, relation d'agence et performance financière », Revue économique, volume 42, n° 3, pp 521-552.
- Charreaux .G et Pitol-Belin. J. P (1990), « Le conseil d'administration », Vuibert gestion.
- Charreaux .G, Pitol-Belin(1991), « Le conseil d'administration lieu de confrontation entre dirigeants et actionnaires », IAE DIJON - Faculté de Science Economique et de Gestion.
- Charreaux. G (1992), « Mode de contrôle des dirigeants et performance des firmes », Cahier du CREGO, N° 9206.
- Charreaux. G (1996a), « Vers une théorie du gouvernement des entreprises », Cahier du CREGO, n° 9603, IAE DIJON – CREGO, université de Bourgogne.
- Charreaux. G (1996b), « Pour une véritable théorie de latitude managériale et du gouvernement d'entreprise », Revue Française de Gestion, pp50-63.
- Charreaux.G et Désbierres .P (1997), « Le point de vue sur le gouvernement des entreprises », IAE DIJON – CREGO, université de Bourgogne.



## Bibliographie

---

- Charreaux. G et Désbrières. P(1998), « Gouvernance des entreprises ; valeur partenariale contre-valeur actionnariale », Finance Contrôle Stratégie, volume 1, n°2.
- Charreaux .G (1998a), « La théorie positive de l'agence, lecture et relecture » , IAE Dijon- GREGO/LATEC, université de Bourgogne.
- Charreaux. G (1998b), « Le point sur la mesure de performance des entreprises », banque et marché, n°34.
- Charreaux .G(1999), « La théorie positive de l'agence : positionnements et apports », working papers CREGO.
- Charreaux .G(2002), « Variation sur le thème, à la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise », Finance Contrôle Stratégie, volume 5, N° 3.
- Charreaux .G (2008), « A la recherche du lieu perdu entre caractéristiques des dirigeants et performance de la firme : gouvernance et latitude managériale », cahier du FARGO, n° 1080502, université de Bourgogne.
- Charreaux. G (2011), « Quelle théorie pour la gouvernance ? de la gouvernance actionnariale à la gouvernance cognitive et comportementale », cahier du FARGO, n° 1110402.
- Chattelin .c et Trébucq.S (2003), « Stabilité et évolution du cadre conceptuel en gouvernance d'entreprise ; un essai de synthèse », journée d'histoire de la comptabilité et du management, université Paris Dauphine.
- Chatelin. C (2002), « Privatisation et gouvernance partenariale : enjeux théoriques et méthodologiques », la Revue des Sciences de Gestion, n°103-01, Université d'Orléans
- Chaudey .M (2011), « L'approche contractuelle de la firme », Ressources en Science économiques et sociale, Université de Saint-Etienne et GATE-CNRS, pour SES-ENS.
- Chaudey .M (2014), « Analyse économique de la firme », édition Cursus Armand, paris.
- Code Algérien de la gouvernance d'entreprise (2009).
- Chouekan. O (2015), « Géographie du capital et contrôle des grandes entreprises au Cameroun ; impact du contexte socio-politique et culturel », thèse de doctorat, université de Bordeaux.
- Coriat.B et Weinshtein.O (1995), « Les nouvelles théories de la firme », édition Librairie Générale Française, France.

## Bibliographie

---

- Dalton. D, Daily. C., Ellstrand .A. et Johnson. J (1998), « Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance », *Strategic Management Journal*, vol. 19, pp 262-290.
- Davidson. W., Worrell .D et Cheng. L (1990), « Key Executive Succession and stockholder Wealth: the Influence of Successor's Origin, Position and Age », *Journal of Management*, vol. 16, pp 647-64.
- Demestz .H (1998), « L'économie de la firme, sept commentaires critiques », édition EMS, Paris.
- Dhibi. S (2011), « Rémunération des dirigeants sociaux et gouvernance d'entreprise », mémoire en vue de l'obtention du diplôme d'expertise comptable, université de Manouba, Tunis.
- Doval.B (2010), « Gouvernance, théorie et pratiques », collection les classiques des sciences sociales, université de Québec.
- Eber. N (2004), « Théorie des jeux », Edition Dunod, Paris.
- Eymard-Duvernay. F (2004), « Economie politique de l'entreprise », Edition La Découverte, Paris.
- Finet .A et Labelle. R (2004), « Les facteurs de changements des dirigeants : une étude empirique sur le NASDAQ », *Finance Contrôle Stratégie*, volume 7.
- Gabrié .H et Jaquier. J.I (2001), « Les théories de l'entreprise ; l'approche institutionnelle », édition Economica.
- Gabrié .H et Jacquier. J.L (1994), « La théorie moderne de l'entreprise », édition Economica, Paris.
- Garfatta. R (2010), « Actionnariat salarié et création de valeur dans le cadre d'une gouvernance actionnariale et partenariale ; Application au contexte français », thèse de doctorat en sciences de gestion, université Bourgogne.
- Gharbi (2004), « Vers une nouvelle typologie de l'enracinement des dirigeants », 13<sup>ème</sup> conférence de l'Aims, Normande, vallée de seine, 2, 3,4.
- Ghaya. H et Lambert .G (2012), « Caractéristiques de la diversité au sein des conseils d'administration et performance financière : une étude empirique sur les entreprises du CAC40 », Bureau d'économie théorique et appliquée(BETA).
- Ghermazi. A (2006), « Enracinement des dirigeants, cas de la Tunisie », association Francophone de Comptabilité, Tunis.

## Bibliographie

---

- Ghertman. A (2003), « Oliver Williamson et la théorie des coûts de transaction », Revue de gestion 2003/1, n° 142, éditions Lavoisier.
- Ghorbel. H et Kolsi. M (2011), « Effet des mécanismes de gouvernance sur la performance financière et boursière : Cas des entreprises canadiennes », la revue comptable et financière, n°6/2011, pp3-21.
- Gliz. A (2010), « Théorie des jeux et économie de l'information ». Notes de cours. Ecole Supérieure de Commerce (Aghadir, Algérie).
- Godard. L (1999), « Les déterminants de choix entre un conseil d'administration et un conseil de surveillance », Finance Contrôle Stratégie.
- Godard. L et Schatt .A (2005), « Faut-il limiter le cumul des fonctions dans les conseils d'administration ? Le cas français », La Revue des Sciences de Gestion, 2005/3 (n°213), pp. 61-72.
- Gomez Y. P (2003), « Jalons pour une histoire des théories du gouvernement des entreprises », Finance Contrôle Stratégie, volume 6, N°4.
- Grançalves.L .G (2009), « La gouvernance à l'épreuve de faits ; le cas des pôles compétitives », Marché et Organisation.
- Grossman. S (1976), « On the efficiency of competitive stock markets where trades have diverse information », the journal of finance, vol31, N°2, pp573-585.
- Guerrien.B(2002), « La théorie des jeux », 3<sup>ème</sup> édition Economica, Paris.
- Hart. O (1995), « Corporate Governance, some theory and implications », the Economic journal, Vol 105, n° 430.
- Henni. A(1993), « Le cheikh et le patron », Office des publications universitaires, Alger.
- Hermalin. B .E et Weisbach. M.S (1991), « The effects of board composition and direct incentives on firm performance », Financial Management, Vol 20, pp 101-112.
- Hollandts. X, Guedri. Z et Aubert. N (2009), « Représentation du travail au conseil d'administration et performance de l'entreprise : une étude empirique sur le SBF 250 (2000-2005 », la Documentation Française, HAL Id: halshs-01256785, pp1-10.
- Hurlin. C et Mignon. V (2005), « Une synthèse des tests de racine unitaire sur données de panel », Economie & Prévision, 2005/3-4-5, No. 169-170-171.
- Hurlin. C et Mignon. V (2007), « Une synthèse des tests de cointégration sur données de Panel », Economie & Prévision, 2007/4 No. 180-181

## Bibliographie

---

- Jensen. M. C et Meckling. W. H. (1976), «Theory of firm: managerial behavior agency costs and ownership structure», Journal of Financial Economics, Vol 3, October, pp 305 – 360.
- Jensen .M (2000), « Value maximization, Stakeholders, theory and the comported objective function», Harvard Business School Press, cité par Louizi Amir (2011).
- Jensen. MC (1993), « The modern industrial revolution and the failure of internal control system », journal of Finance, Vol 48.
- Joffre .P (1987), « L'économie des coûts de transaction ; de nouvelle théorie pour gérer l'entreprise », Economie et Gestion.
- John. K. et Williams. J (1985), « Dividend distribution and taxes: A signaling equilibrium», Journal of Finance, Vol 40, N° 4, September, pp 1053-1069.
- Karoui.L, Khlif .W et Ingley .C (2009), « Les déterminants traditionnels de la performance des conseils d'administration ont – il encore du sens dans les PME ? Une étude exploratoire dans le contexte français, La place de la dimension européenne dans la Comptabilité et Contrôle Audit », May 2009, Strasbourg, France, pp1-19.
- Khanchel El Mehdi. I (2014), «Les conseils d'administration dans les PME tunisiennes », Ipag Business School, Working Paper 2014-077, Paris, France, pp 1-20.
- Khemakhem.H (2011), «Les liens entre les Caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités et le coût du capital des entreprises canadiennes», thèse présentée comme exigence partielle du doctorat en administration, université du Québec.
- Koenig. G (1998), « Les théories de la firme », édition Economica, Paris.
- Labadi. M (2011), « Protection des salariés et des actionnaires et partage de la valeur ; effet complémentaire ou de substituabilité ? », Thèse de doctorat, option Finance, école doctorale des sciences de l'homme et de la société, université de REIMS, Champagne-Ardenne, France.
- Labelle R. et Raffournier .B (2000), « Conseil d'administration et gouvernement des entreprises : une comparaison internationale», Revue du Financier, 127, pp 18-28.
- Laffont. J et Maskin .E.S (1990), « The Efficient Market Hypothesis and insider trading on the stock market», The Journal of Political Economy, Vol 98, Issue 1, pp70-93.

## Bibliographie

---

- Laurent et Wirtz(2010), « Valeurs du dirigeant, conception de la propriété et modèle de gouvernance : une illustration à travers le cas du groupe Auchan », Cahier Figaro, n°1100703.
- Lefort. F. et Urzua. F (2008), « Board independence, firm performance and ownership concentration: evidence from Chile», Journal of Business Research, vol 61, pp 615-622.
- Louizi .A(2011), « Les déterminants d'une « Bonne Gouvernance » et la performance des entreprises Françaises : Etudes empiriques », Thèse en Co- tutelle pour l'obtention du grade de Docteur en Sciences de Gestion, université Jean Moulin Lyon.
- Louizi. G(2006), « Impact du conseil d'administration sur la performance des banques tunisiennes », XVème Conférence Internationale de Management Stratégique, Annecy / Genève 13-16, pp1-38.
- Magnan de Bournier (2004), « La théorie d'agence et les contrats optimaux », faculté d'économie appliquée, université Paul Cézanne Aix – Marseille et GREQAM.
- Marce.A (2011),« La théorie des jeux », faculté de droit du marché, université de Montpellier.
- Mattoussi .H et Mahfouth .I (2006), « Composition du conseil d'administration et gestion opportuniste des résultats », Comptabilité Contrôle Audit et Institution (S), Tunisie. pp1-23.
- Miller. M., Gregory's et Piotroski (2000), « Forward- looking earnings, statements, market response », working paper.
- Miller. M et Rock. R (1985), « Dividend policy and asymmetric information », Journal of Finance, Vol 40, N° 4, pp 1031 – 1051.
- Morck. R, Shleifer .A et Vishny R.W (1988), « Management ownership and market valuation», Journal of Financial Economics, vol. 20, pp 293-315.
- Myerson. R.B (1982), « Optimal coordination mechanisms in generalized principal-agent problems», journal of Mathematical Economics, N°10.
- Naciri. A (2006), «Traité de gouvernance corporative», Les Presses de l'université LAVAL.
- Naciri, A. (2010). « Internal and external aspects of corporate governance» ,editions Routledge, New York.
- Naciri. A (2011), «Traité de gouvernance d'entreprise », Edition Presses Québec.

## Bibliographie

---

- Noubbigh.E (2008), « Impact de la gouvernance et de l’audit sur la performance de l’entreprise », Comptabilité, Contrôle et Audit entre changement et stabilité, May 2008, France, pp1-28.
- OCDE (2004), « Les principes de gouvernement d’entreprise », édition de l’OCDE.
- Omri. A (2003), « Systèmes de gouvernance et performance des entreprises tunisiennes », Revue française de Gestion 2003/1 (n°142), pp. 85-100.
- Paquerot .M (1996), « Stratégie d’enracinement des dirigeants et prise de contrôle d’entreprise », thèse d’obtention du doctorat en science de gestion, mention Finance université de Bourgogne.
- Pedroni .P (1995), « Panel cointegration, Asymptotic and finite sample properties of pooled time series tests with an application to the PPP hypothesis», Working Paper in Economics, N° 92-013, Indiana University.
- Pénard. T (2004), « La théorie des jeux et les outils d’analyse des comportements stratégiques », université de RENNE I, CREM.
- Pénard. T(2007), « Introduction à la théorie des jeux », université de Renne1.
- Pfeffer.J. (1972), « Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and its Environment », Administrative Science Quarterly, pp.218-228.
- Pichard-Stamford. J.-P (1998), « La légitimation du dirigeant par le réseau des administrateurs », Actes des XIVème Journées nationales des I.A.E., tome 2, Nantes, pp 389-407.
- Pichard-Stamford. J.P (2000), « Légitimité et enracinement du dirigeant par le réseau des administrateurs », Finance Contrôle Stratégie, volume 3, N°4.
- Pigé.B (1998), « Enracinement des dirigeants et richesse des actionnaires », Finance Contrôle Stratégie, volume1, N°3, septembre.
- Prémont. A (2015), « Etude des liens entre les caractéristiques du conseil d’administration et la performance de l’entreprise : application aux contextes belges et français », thèse en vue de l’obtention d’un doctorat en sciences de gestion, spécialité audit et analyse financière, école de gestion de l’université de Liège, France.
- Rabin. M. (1993), « Incorporating Fairness into game theory and economics », The American Economic Review, Vol 83, n° 5, December, pp 1281 – 1302.

## Bibliographie

---

- Rachid. H et El Gaied. M (2009), « L'impact de l'indépendance et de la dualité du Conseil d'administration sur la Performance des entreprises : Application au contexte Américain », Revue Libanaise de Gestion et d'Economie | No 3, pp11-19.
- Rajan, R (1992), « Insiders and outsiders: the choice between relationship and arm's length debt », Journal of Finance, vol. 47, pp 1367-1400.
- Rapport Bouton (2002), « Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées », AFEP/AGREF – MEDEF, septembre.
- Rapport Vienot (1999), «Rapport du Comité sur le gouvernement d'entreprise» - 22 - Présidé par Marc Vienot, AFEP, MEDEF.
- Reberieux. A (2003), « Gouvernance d'entreprise et théorie de la firme, quelles alternatives à la valeur actionnariale ? », Revue d'Economie Industrielle, n° 104, 4<sup>ème</sup> trimestre.
- Roseinstein, S. et Wyatt. J.G (1990),« Outside directors, board independence, and shareholder wealth», Journal of Financial Economics, vol 26, pp 175-191.
- Sarkar, J. et Sarkar, S (2009), «Multiple board appointments and firm performance in emerging economies: Evidence from India», Pacific-Basin Finance Journal, vol 17, pp 271- 293.
- Samout. A et Nakaa. N(2016), « Impact des caractéristiques du conseil d'administration sur la performance financière: application aux banques tunisiennes », International Journal of Commerce and Management Research ISSN: 2455-1627, Volume 2, Issue 3,pp 65-71.
- Schelling .T (1986), « Stratégie du conflit », PUF,. Traduction française de « The Strategy of conflict », 1960, révisé (faiblement) en 1980. Préface de l'auteur de 1980.
- Shleifer. A et Vishny (1989), « Entrenchment the case of manager specific investissement », Management journal of Financial Economics, N° 25.
- Shmidt.C (2006), « Deux prix Nobel pour la théorie des jeux », revue d'économie politique, 2/2006, vol (116).
- Shmidt.C (2001) « Théorie des jeux, essai d'interprétation », édition PUF.
- Souterain. j.E et Farcet (2006), « organisation et gestion de l'entreprise », édition Faucher, Paris.
- Thepot. J (1998), « Gestion et théorie des jeux, interaction stratégiques dans la décision », édition FNEGE.
- Umbhaeur. J (2002), « Théorie des jeux appliquée à la gestion », édition EMS.

## Bibliographie

---

- Vafeas. N (1999), «Board meeting and firm performance », journal of Financial and Economics, Vol 53, pp113-142
- Walsh, J. P. et Seward, J.K. (1990), « On the efficiency of internal and external corporate control mechanism » Academy of Management Review, Vol. 15, pp 421-458.
- Weisbach. S (1988), «Outside directors and CEO turnover », Journal of Financial Economics, n° 20, Janvier, pp 431-460.
- Williamson.O.E (1994), « Les institutions de l'économie », InterEditions, Paris.
- Wirtz (2004), « Meilleures pratiques de gouvernance, théorie de la firme et modèle de création de valeur, une appréciation critique des modes de bonne conduite », cahier du FARGO, N°1040401.
- Wirtz .P (2005), « Compétences, conflits et création de valeur : vers une approche intégrée de la gouvernance », université Lumière Lyon 2/ Corisorg.
- Yermack. D (1996), « Higher market valuation of companies with a small board of directors», Journal of Financial Economics, vol 40, pp 185-211.
- Yildizoglu. M (2003), « Introduction à la théorie de jeux », Edition Dunod, collection Eco-Sup.
- Yildizoglu. M (2010), « Introduction à la théorie des jeux, manuel et exercices corrigés », 2<sup>ème</sup> édition Dunod, Paris.
- Zahra .S. A et Pearce. J. A (1992), «Board composition from a strategic contingency perspective». Journal of Management, Vol. 29, n° 4.
- Zingales et Luigi (1994), « The Value of the Voting Right : A Study of The Milan Stock Exchange Experience », The Review of Financial Studies, vol. 7, pp 125-48.
- Zoukous .É.A (2011), « La complémentarité des approches théoriques de la gouvernance : application au secteur associatif », Comptabilité, Contrôle, Audit et Institutions, mai, Tunisie.



# Annexes

## Annexe A – 1 : Résultats du test cointegration de Pedroni (ROE)

Pedroni Residual Cointegration Test  
Series: ROE AGE INDEP DUAL TAILLE

Date: 03/20/17 Time: 15:54

Sample: 2005 2015

Included observations: 44

Cross-sections included: 4

Null Hypothesis: No cointegration

Trend assumption: No deterministic trend

Lag selection: fixed at 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)

	<u>Statistic</u>	<u>Prob.</u>	Weighted	<u>Statistic</u>	<u>Prob.</u>
Panel v-Statistic	-1.144340	0.8738		-1.144340	0.8278
Panel rho-Statistic	0.702703	0.7589		0.702703	0.7589
Panel PP-Statistic	-5.870332	0.9371		-5.870332	0.0730
Panel ADF-Statistic	-1.728872	0.8419		-1.728872	0.7415

Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)

	<u>Statistic</u>	<u>Prob.</u>
Group rho-Statistic	1.180761	0.8812
Group PP-Statistic	-6.899145	0.0572
Group ADF-Statistic	-1.817863	0.6545

## Annexe A – 2 : Résultats du test cointegration de Pedroni (ROA)

Pedroni Residual Cointegration Test  
Series: ROA AGE INDEP DUAL TAILLE

Date: 03/20/17 Time: 16:41

Sample: 2005 2015

Included observations: 44

Cross-sections included: 4

Null Hypothesis: No cointegration

Trend assumption: No deterministic trend

Lag selection: fixed at 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

---

Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)

	<u>Statistic</u>	<u>Prob.</u>	<u>Weighted Statistic</u>	<u>Prob.</u>
Panel v-Statistic	-0.766691	0.7784	-0.766691	0.7784
Panel rho-Statistic	0.253611	0.6001	0.253611	0.6101
Panel PP-Statistic	-11.34024	0.3819	-11.34024	0.3619
Panel ADF-Statistic	-3.857494	0.0971	-3.857494	0.0821

Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)

	<u>Statistic</u>	<u>Prob.</u>
Group rho-Statistic	0.685986	0.7536
Group PP-Statistic	-13.61034	0.2030
Group ADF-Statistic	-4.429533	0.0810

---

### Annexe A – 3 : Résultats du test cointegration de Pedroni (MTB)

Pedroni Residual Cointegration Test

Series: MTB AGE INDEP DUAL TAILLE

Date: 03/20/17 Time: 16:43

Sample: 2005 2015

Included observations: 44

Cross-sections included: 4

Null Hypothesis: No cointegration

Trend assumption: No deterministic trend

Lag selection: fixed at 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

---



---

Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)

	<u>Statistic</u>	<u>Prob.</u>	Weighted	
			<u>Statistic</u>	<u>Prob.</u>
Panel v-Statistic	1.178595	0.1193	1.178595	0.1193
Panel rho-Statistic	0.500382	0.6916	0.500382	0.6916
Panel PP-Statistic	-2.143650	0.0581	-2.143650	0.0560
Panel ADF-Statistic	-1.461849	0.0719	-1.461849	0.0719

Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)

	<u>Statistic</u>	<u>Prob.</u>
Group rho-Statistic	0.957859	0.8309
Group PP-Statistic	-2.326767	0.0584
Group ADF-Statistic	-1.490245	0.0681

---



---

## Annexe A – 4 : La méthode des moindres carrés ordinaires (ROE)

Dependent Variable: ROE?  
 Method: Pooled Least Squares  
 Date: 03/21/17 Time: 15:51  
 Sample: 2005 2015  
 Included observations: 11  
 Cross-sections included: 4  
 Total pool (balanced) observations: 44

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	11.65124	0.516474	22.55922	0.0000
AGE?	0.134320	0.023163	5.798957	0.2024
ANCIEN?	0.135040	0.006933	19.47664	0.0000
TAILLE?	0.028412	0.042276	0.672060	0.0650
REUN?	0.042796	0.080137	0.534039	0.0967
DUAL?	1.009043	0.725141	1.391513	0.0729
INDEP?	3.634419	0.345803	10.51007	0.0000
ENDET?	0.049054	0.030152	1.626894	0.0527
SIZE?	1.02E-05	0.005487	0.001854	0.0985
R-squared	0.981313	Mean dependent var		9.477273
Adjusted R-squared	0.977042	S.D. dependent var		1.934853
S.E. of regression	0.293170	Akaike info criterion		0.564120
Sum squared resid	11.82000	Schwarz criterion		0.929068
Log likelihood	-3.410642	Hannan-Quinn criter.		0.699460
F-statistic	229.7436	Durbin-Watson stat		2.483737
Prob(F-statistic)	0.000000			

## Annexe A – 5 : La méthode des moindres carrés ordinaires (ROA)

Dependent Variable: ROA?  
 Method: Pooled Least Squares  
 Date: 04/19/17 Time: 15:33  
 Sample: 2005 2015  
 Included observations: 11  
 Cross-sections included: 4  
 Total pool (balanced) observations: 44

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.840287	2.035257	0.904204	0.0000
AGE?	0.028088	0.021622	1.299070	0.3424
TAILLE?	0.320450	0.166595	1.923531	0.0626
REUN?	-0.102096	0.315794	-0.323299	0.0484
INDEP?	1.825088	1.362701	1.339317	0.0891
ENDET?	-0.003126	0.118820	-0.026307	0.1792
DUAL?	-5.174453	2.857548	-1.810802	0.0788
ANCIEN?	0.072786	0.027322	2.663953	0.0116
SIZE?	0.158538	0.091277	1.736892	0.2912
R-squared	0.735709	Mean dependent var		2.907955
Adjusted R-squared	0.606728	S.D. dependent var		1.387518
S.E. of regression	1.155288	Akaike info criterion		3.306827
Sum squared resid	46.71420	Schwarz criterion		3.671774
Log likelihood	-63.75018	Hannan-Quinn criter.		3.442167
F-statistic	13.37805	Durbin-Watson stat		1.245715
Prob(F-statistic)	0.000063			

## Annexe A – 6 : La méthode des moindres carrés ordinaires (MTB)

Dependent Variable: MTB?

Method: Pooled Least Squares

Date: 04/21/17 Time: 19:20

Sample: 2005 2015

Included observations: 11

Cross-sections included: 4

Total pool (unbalanced) observations: 31

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-11.40484	7.940275	-1.436328	0.0000
AGE?	0.515519	0.332653	1.549720	0.1355
ANCIEN?	-0.090378	0.114991	-0.785957	0.4403
DUAL?	-13.57202	10.38021	-1.307489	0.2045
REUN?	1.838653	1.353043	1.358902	0.1879
TAILLE?	-0.520344	0.623679	-0.834314	0.4131
INDEP?	-7.336561	5.210032	-1.408160	0.1731
ENDET?	0.292358	0.503272	0.580915	0.5672
SIZE?	-0.136984	0.078225	-1.751148	0.0939

R-squared	0.592797	Mean dependent var	5.213548
Adjusted R-squared	0.435632	S.D. dependent var	3.804217
S.E. of regression	3.735827	Akaike info criterion	5.711516
Sum squared resid	307.0409	Schwarz criterion	6.127835
Log likelihood	-79.52850	Hannan-Quinn criter.	5.847226
F-statistic	21.13556	Durbin-Watson stat	1.128358
Prob(F-statistic)	0.007498		



## Annexe A – 7 : Le modèle à effets fixes (ROE)

Dependent Variable: ROE?  
 Method: Pool Least Squares  
 Date: 03/21/17 Time: 17:19  
 Sample: 2005 2015  
 Included observations: 11  
 Cross-sections included: 4  
 Total pool (balanced) observations: 44

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	11.51883	0.616180	18.69395	0.0000
AGE?	0.130335	0.026012	5.010558	0.7484
ANCIEN?	0.135213	0.007779	17.38134	0.0000
TAILLE?	0.023885	0.045154	0.528974	0.0600
REUN?	-0.037499	0.085107	-0.440613	0.0625
DUAL?	0.930684	0.777331	1.197282	0.3721
INDEP?	3.622855	0.361663	10.01721	0.0000
ENDET?	0.051116	0.031854	1.604712	0.0484
SIZE?	0.000375	0.005946	0.063090	0.0351
Fixed effects (cross)				
_FIRME1--C	-1.036709			
_FIRME2--C	0.431110			
_FIRME3--C	-1.154211			
_FIRME4--C	1.759810			

### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.981459	Mean dependent var	9.477273
Adjusted R-squared	0.975085	S.D. dependent var	1.934853
S.E. of regression	0.305406	Akaike info criterion	0.692650
Sum squared resid	8.084770	Schwarz criterion	1.179247
Log likelihood	-3.238306	Hannan-Quinn criter.	0.873104
F-statistic	153.9889	Durbin-Watson stat	2.492931
Prob(F-statistic)	0.000000		



## Annexe A – 8 : Le modèle à effets fixes (ROA)

Dependent Variable: ROA?

Method: Pooled Least Squares

Date: 04/19/17 Time: 15:35

Sample: 2005 2015

Included observations: 11

Cross-sections included: 4

Total pool (balanced) observations: 44

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	11.51883	0.616180	18.69395	0.0000
AGE?	0.130335	0.026012	5.010558	0.7484
TAILLE?	0.296993	0.156072	1.902922	0.0661
SIZE?	-0.041576	0.020553	-2.022908	0.0515
REUN?	-0.184407	0.294167	-0.626876	0.0352
INDEP?	1.918013	1.250066	1.534329	0.0348
ENDET?	-0.007459	0.110101	-0.067751	0.0064
DUAL?	-6.106601	2.686795	-2.272820	0.0299
ANCIEN?	0.043536	0.026888	1.619159	0.0000
Fixed effects (cross)				
_FIRME1--C	-1.125812			
_FIRME2--C	0.234780			
_FIRME3--C	-0.298189			
_FIRME4--C	1.189221			

### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.869259	Mean dependent var	2.907955
Adjusted R-squared	0.721192	S.D. dependent var	1.387518
S.E. of regression	1.055616	Akaike info criterion	3.173127
Sum squared resid	35.65841	Schwarz criterion	3.659724
Log likelihood	-57.80880	Hannan-Quinn criter.	3.353581
F-statistic	12.84461	Durbin-Watson stat	1.481130
Prob(F-statistic)	0.000388		

## Annexe A – 9 : Le modèle à effets fixes (MTB)

Dependent Variable: MTB?  
 Method: Pooled Least Squares  
 Date: 04/21/17 Time: 19:22  
 Sample: 2005 2015  
 Included observations: 11  
 Cross-sections included: 4  
 Total pool (unbalanced) observations: 31

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-6.037952	5.933284	-1.017641	0.0000
AGE?	0.209338	0.239099	0.875527	0.3922
ANCIEN?	0.013918	0.092342	0.150725	0.8818
DUAL?	-6.904085	6.910197	-0.999115	0.3303
REUN?	1.892822	0.936323	2.021548	0.0575
TAILLE?	-0.403652	0.409893	-0.984774	0.3371
INDEP?	-5.677131	3.358163	-1.690546	0.1073
ENDET?	0.457606	0.316338	1.446573	0.1643
SIZE?	0.048128	0.053918	0.892618	0.3832
Fixed effects (cross)				
_FIRME1--C	-1.063371			
_FIRME2--C	1.950106			
_FIRME3--C	-1.154211			
_FIRME4--C	0.267476			

### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.765887	Mean dependent var	5.213548
Adjusted R-squared	0.630348	S.D. dependent var	3.804217
S.E. of regression	2.312926	Akaike info criterion	4.799549
Sum squared resid	101.6429	Schwarz criterion	5.354641
Log likelihood	-62.39301	Hannan-Quinn criter.	4.980495
F-statistic	5.650679	Durbin-Watson stat	1.383627
Prob(F-statistic)	0.000517		

## Annexe A – 10 : Le modèle à effets aléatoires (ROE)

Dependent Variable: ROE?

Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)

Date: 03/21/17 Time: 17:22

Sample: 2005 2015

Included observations: 11

Cross-sections included: 4

Total pool (balanced) observations: 44

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	11.65124	0.553072	21.06641	0.0000
AGE?	0.134320	0.024804	5.415224	0.1891
ANCIEN?	0.135040	0.007425	18.18781	0.0000
TAILLE?	0.028412	0.045271	0.627588	0.0343
REUN?	0.042796	0.085816	0.498700	0.0211
DUAL?	1.009043	0.776526	1.299433	0.0223
INDEP?	3.634419	0.370308	9.814589	0.0000
ENDET?	0.049054	0.032289	1.519237	0.0977
SIZE?	1.02E-05	0.005876	0.001731	0.0986
Random effects (cross)				
_FIRME1--C	0.000000			
_FIRME2--C	0.000000			
_FIRME3--C	0.000000			
_FIRME4--C	0.000000			
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross section random			0.000000	0.0000
Idiosyncratic random			0.313944	1.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.921313	Mean dependent var		9.477273
Adjusted R-squared	0.907042	S.D. dependent var		1.934853
S.E. of regression	0.293170	Sum squared resid		3.008200
F-statistic	229.7436	Durbin-Watson stat		2.483737
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.921313	Mean dependent var		9.477273
Sum squared resid	3.008200	Durbin-Watson stat		2.483737

## Annexe A – 11 : Le modèle à effets aléatoires (ROA)

Dependent Variable: ROA?  
 Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 04/19/17 Time: 15:37  
 Sample: 2005 2015  
 Included observations: 11  
 Cross-sections included: 4  
 Total pool (balanced) observations: 44  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.273110	1.939884	1.171776	0.0000
SIZE?	-0.027628	0.021972	-1.257411	0.0169
TAILLE?	-0.371378	0.163790	-2.267408	0.0296
REUN?	-0.139772	0.301257	-0.463963	0.6455
INDEP?	-1.853288	1.268877	-1.460574	0.1531
ENDET?	0.063892	0.114890	0.556112	0.0817
DUAL?	-5.056690	2.722590	-1.857309	0.0717
ANCIEN?	0.069482	0.025333	2.742733	0.0095
AGE?	0.155291	0.085246	1.821671	0.0771
Random effects (cross)				
_FIRME1--C	0.000000			
_FIRME2--C	0.000000			
_FIRME3--C	0.000000			
_FIRME4--C	0.000000			

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.000000	0.0000
Idiosyncratic random		1.023241	1.0000

Weighted Statistics			
R-squared	0.530507	Mean dependent var	1.554617
Adjusted R-squared	0.423194	S.D. dependent var	1.273069
S.E. of regression	0.966867	Sum squared resid	32.71911
F-statistic	13.37805	Durbin-Watson stat	1.363413
Prob(F-statistic)	0.000063		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.530507	Mean dependent var	1.554617
Sum squared resid	32.71911	Durbin-Watson stat	1.363413

## Annexe A – 12 : Le modèle à effets aléatoires (MTB)

Dependent Variable: MTB?  
 Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 04/21/17 Time: 19:24  
 Sample: 2005 2015  
 Included observations: 11  
 Cross-sections included: 4  
 Total pool (unbalanced) observations: 31  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-11.40484	7.694691	-1.482170	0.0000
AGE?	0.515519	0.322364	1.599180	0.1240
ANCIEN?	-0.090378	0.111434	-0.811042	0.4260
DUAL?	-13.57202	10.05917	-1.349219	0.1910
REUN?	1.838653	1.311195	1.402273	0.1748
TAILLE?	-0.520344	0.604389	-0.860941	0.3986
INDEP?	-7.336561	5.048892	-1.453103	0.1603
ENDET?	0.292358	0.487707	0.599455	0.5550
SIZE?	-0.136984	0.075806	-1.807038	0.0845
Random effects (cross)				
_FIRME1--C	0.000000			
_FIRME2--C	0.000000			
_FIRME3--C	0.000000			
_FIRME4--C	0.000000			

Effects Specification		
	S.D.	Rho
Cross-section random	0.000000	0.0000
Idiosyncratic random	3.620283	1.0000

Weighted Statistics			
R-squared	0.592797	Mean dependent var	5.213548
Adjusted R-squared	0.435632	S.D. dependent var	3.804217
S.E. of regression	3.735827	Sum squared resid	307.0409
F-statistic	21.13556	Durbin-Watson stat	0.828358
Prob(F-statistic)	0.007498		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.592797	Mean dependent var	5.213548
Sum squared resid	307.0409	Durbin-Watson stat	0.828358

## Annexe A – 13 : Les résultats du test de HAUSMAN (ROE)

Correlated Random Effects - Hausman Test

Pool: FIXED1

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	23.61369	8	0.0002

\*\* WARNING: estimated cross-section random effects variance is zero.

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
AGE?	0.130335	0.134320	0.000105	0.4722
ANCIEN?	0.135213	0.135040	0.000008	0.8278
TAILLE?	0.023885	0.028412	0.000749	0.7983
REUN?	-0.037499	0.042796	0.001837	0.2371
DUAL?	0.930684	1.009043	0.147937	0.7217
INDEP?	3.622855	3.634419	0.021717	0.5136
ENDET?	0.051116	0.049054	0.000309	0.7031
SIZE?	0.000375	1.02E-05	0.000018	0.5518

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: ROE?

Method: Panel Least Squares

Date: 03/21/17 Time: 17:36

Sample: 2005 2015

Included observations: 11

Cross-sections included: 4

Total pool (balanced) observations: 44

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	11.51883	0.616180	18.69395	0.0000
AGE?	0.130335	0.026012	5.010558	0.7484
ANCIEN?	0.135213	0.007779	17.38134	0.0000
TAILLE?	0.023885	0.045154	0.528974	0.0600
REUN?	-0.037499	0.085107	-0.440613	0.0625
DUAL?	0.930684	0.777331	1.197282	0.3721
INDEP?	3.622855	0.361663	10.01721	0.0000
ENDET?	0.051116	0.031854	1.604712	0.0484
SIZE?	0.000375	0.005946	0.063090	0.0351

### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.981459	Mean dependent var	9.477273
Adjusted R-squared	0.975085	S.D. dependent var	1.934853
S.E. of regression	0.305406	Akaike info criterion	0.692650
Sum squared resid	8.084770	Schwarz criterion	1.179247
Log likelihood	-3.238306	Hannan-Quinn criter.	0.873104
F-statistic	153.9889	Durbin-Watson stat	2.492931
Prob(F-statistic)	0.000000		

## Annexe A – 14 : Les résultats du test de Hausman (ROA)

Correlated Random Effects - Hausman Test

Pool: FIXED2

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	34.24974	8	0.0000

\*\* WARNING: estimated cross-section random effects variance is zero.

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
SIZE?	-0.041576	-0.027628	0.000076	0.0295
TAILLE?	0.296993	-0.371378	0.002904	0.6087
REUN?	-0.184407	-0.139772	0.006987	0.6433
INDEP?	1.918013	-1.853288	0.077376	0.9844
ENDET?	-0.007459	0.063892	0.001153	0.3816
DUAL?	-6.106601	-5.056690	0.564682	0.8857
ANCIEN?	0.043536	0.069482	0.000033	0.0027
AGE?	0.130335	0.155291	0.000383	0.8848

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: ROA?

Method: Panel Least Squares

Date: 04/19/17 Time: 15:41

Sample: 2005 2015

Included observation: 11

Cross-sections included: 4

Total pool (balanced) observations: 44

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	11.51883	0.616180	18.69395	0.0000
SIZE?	-0.041576	0.020553	-2.022908	0.0515
TAILLE?	0.296993	0.156072	1.902922	0.0661
REUN?	-0.184407	0.294167	-0.626876	0.0352
INDEP?	1.918013	1.250066	1.534329	0.0348
ENDET?	-0.007459	0.110101	-0.067751	0.0064
DUAL?	-6.106601	2.686795	-2.272820	0.0299
ANCIEN?	0.043536	0.026888	1.619159	0.0000
AGE?	0.130335	0.026012	5.010558	0.7484

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.869259	Mean dependent var	2.907955
Adjusted R-squared	0.721192	S.D. dependent var	1.387518
S.E. of regression	1.055616	Akaike info criterion	3.173127
Sum squared resid	35.65841	Schwarz criterion	3.659724
Log likelihood	-57.80880	Hannan-Quinn criter.	3.353581
F-statistic	12.84461	Durbin-Watson stat	1.481130
Prob(F-statistic)	0.000388		

## Annexe A – 15 : Les résultats du test de HAUSMAN (MTB)

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: FIXED2

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	10.109243	8	0.0000

\*\* WARNING: estimated cross-section random effects variance is zero.

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
AGE?	0.209338	0.515519	0.020587	0.1330
ANCIEN?	0.013918	-0.090378	0.004663	0.0841
DUAL?	-6.904085	-13.57202	30.779630	0.9074
REUN?	1.892822	1.838653	0.441301	0.8490
TAILLE?	-0.403652	-0.520344	0.303911	0.1245
INDEP?	-5.677131	-7.336561	6.471057	0.0581
ENDET?	0.457606	0.292358	0.312547	0.2903
SIZE?	0.048128	-0.136984	0.007688	0.0192

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: MTB?

Method: Panel Least Squares

Date: 04/21/17 Time: 19:25

Sample: 2005 2015

Included observations: 11

Cross-sections included: 4

Total pool (unbalanced) observations: 31

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-6.037952	5.933284	-1.017641	0.0000
AGE?	0.209338	0.239099	0.875527	0.3922
ANCIEN?	0.013918	0.092342	0.150725	0.8818
DUAL?	-6.904085	6.910197	-0.999115	0.3303
REUN?	1.892822	0.936323	2.021548	0.0575
TAILLE?	-0.403652	0.409893	-0.984774	0.3371
INDEP?	-5.677131	3.358163	-1.690546	0.1073
ENDET?	0.457606	0.316338	1.446573	0.1643
SIZE?	0.048128	0.053918	0.892618	0.3832

### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.765887	Mean dependent var	5.213548
Adjusted R-squared	0.630348	S.D. dependent var	3.804217
S.E. of regression	2.312926	Akaike info criterion	4.799549
Sum squared resid	101.6429	Schwarz criterion	5.354641
Log likelihood	-62.39301	Hannan-Quinn criter.	4.980495
F-statistic	5.650679	Durbin-Watson stat	1.383627
Prob(F-statistic)	0.000517		



# Table des matières

# Table des matières

	page
Sommaire .....	A
Liste des tableaux .....	B
Liste des figures .....	D
Listes des annexes .....	E
Liste des abréviations .....	F
Introduction générale .....	1
Chapitre I : la relation propriétaire/ dirigeant : fondements théoriques .....	7
Introduction du chapitre .....	7
Section 1 : la question de l'existence de la firme : la théorie des couts de transaction et la théorie des droits de propriété .....	8
I-Coase.R. R et la question de l'existence de la firme .....	8
II-Williamson. O et les coûts de transaction .....	11
1-Les hypothèses de la théorie des coûts de transaction .....	11
2-Les attributs des coûts de transaction .....	12
3-Les types de contrat .....	14
4-Les formes organisationnelles (les modes de gouvernance) .....	15
III- la théorie des droits de propriété .....	16
Section2 : la théorie d'agence et la théorie des jeux .....	20
I-La théorie de l'agence .....	20
1- La relation d'agence .....	20
2- Les coûts d'agence .....	22
3- les modèles d'agence .....	23
4- les courants de la théorie d'agence .....	24
5- la solution des problèmes d'agence (la discipline du marché) .....	25
II - la théorie des jeux : un jeu asymétrique .....	27
1- la composition du jeu .....	29
2- les formes du jeu .....	29
3- les types de jeu .....	30
4- l'équilibre du jeu .....	31
Section 3 : l'asymétrie d'information et enracinement des dirigeants .....	35
I- la théorie de l'asymétrie d'information .....	35
II- la théorie de l'enracinement des dirigeants .....	39
1- les stratégies d'enracinement .....	43
2- les déterminants de l'enracinement des dirigeants .....	45
3- le cycle de vie des dirigeants .....	46
4- les types d'enracinement des dirigeants .....	47
5- l'impact de l'enracinement sur la performance .....	47
Conclusion du chapitre .....	51
Chapitre II : Gouvernance d'entreprise : cadre conceptuel .....	52
Introduction du chapitre .....	52
Section1 : Gouvernance et principes de gouvernance .....	53
I-la gouvernance des entreprises .....	53
II-les principes de la gouvernance des entreprises .....	55
1- les principes de la gouvernance selon le rapport Vienot I .....	55
2- les principes de la gouvernance selon le rapport Vienot II .....	56

3- les principes de la gouvernance selon la loi Sarbanes – Oxley(SOX) .....	57
4- les principes de la gouvernance selon le rapport Bouton .....	57
5- les principes de la gouvernance selon l’OCDE .....	58
6- les lois de la bonne gouvernance .....	61
Section2 : le conflit d’intérêt et types de gouvernance .....	63
I-le conflit d’intérêt .....	63
1- la nature du conflit .....	63
2- les types des conflits .....	64
II-les types de gouvernance des entreprises .....	68
1- la gouvernance actionnariale .....	68
2- la gouvernance partenariale .....	71
3- la gouvernance comportementale .....	77
4- le courant cognitif de la gouvernance .....	77
Section 3 : les mécanismes de la gouvernance des entreprises .....	83
I-les mécanismes de contrôle externes .....	84
1- le marché de travail .....	84
2- le marché des biens et services .....	84
3- le marché financier .....	84
4- la politique d’endettement .....	85
5- les banques .....	85
6- l’environnement réglementaire .....	86
7- l’audit externe .....	87
II- les mécanismes de contrôle internes .....	87
1- le conseil d’administration .....	87
2- la rémunération des dirigeants .....	95
3- l’audit interne .....	96
Conclusion du chapitre .....	98
Chapitre III : Revue de la littérature empirique .....	99
Introduction du chapitre .....	99
Section 1 : Etudes antérieurs sur l’effet des déterminants de la gouvernance sur la performance des entreprises .....	101
Section 2 : Etudes antérieur sur l’effet du fonctionnement du conseil d’administration sur la performance des entreprises .....	122
Conclusion du chapitre .....	135
Chapitre VI : Investigation empirique sur les entreprises cotées en bourse .....	136
Introduction du chapitre .....	136
Section 1 : la gouvernance des entreprises algériennes .....	137
I-le marché financier algérien .....	138
II-la société par action (SPA) .....	139
III-la bonne gouvernance des sociétés par action .....	141
1- les principes de gouvernance en Algérie .....	141
2- la société par action et le conseil d’administration .....	142
3- le directoire .....	147
4- L’assemblée générale des actionnaires .....	147
5- Le conseil de surveillance .....	148
Section2 : Etude empirique avec recours aux méthodes des données de panel .....	149

I -Echantillonnage et méthodologie de l'étude .....	149
1- Echantillon de l'étude et recueil des données .....	149
2- Le choix des variables .....	151
II-Présentation des modèles utilisés .....	162
1- Test de spécification (Tests d'homogénéité) .....	162
2- tests de racine unitaire sur données de panel .....	166
3- Tests de cointegration en panel .....	170
4- spécifications et estimations des modèles à effets individuels .....	171
5- L'estimateur des moindres carrés ordinaires (MCO) .....	174
Section 3 : résultats et discussion .....	175
I-Présentation et interprétation des résultats .....	175
1- Résultats des tests d'homogénéité .....	175
2- Résultats des tests de stationnarité sur données de panel .....	176
3- Résultats des tests de cointegration de Pedroni .....	177
4- Résultats du test d'Hausman .....	178
5- Résultats de l'estimation de l'effet du fonctionnement du conseil d'administration et des variables du contrôle sur la performance des entreprises .....	179
II-Discussion des résultats .....	184
Conclusion du chapitre .....	189
Conclusion générale .....	190
Bibliographie .....	196
Annexes .....	207

## **La relation propriétaire / dirigeant dans les entreprises algériennes cotées en bourse durant la période 2005 - 2015**

### **Résumé :**

L'apparition de la grande firme au XIXème siècle s'est traduite par une séparation entre la fonction de propriété et la fonction de gestion. Les propriétaires et les dirigeants poursuivent des intérêts opposés. Cette relation contradictoire, a fait l'objet de plusieurs études empiriques.

L'objectif de cette thèse est d'étudier l'impact des différents indicateurs de gouvernance sur la performance des entreprises algériennes cotées en bourse. Notre travail a porté sur les entreprises cotées à la bourse des valeurs mobilières d'Alger sur une période de 2005 à 2015. Les résultats de l'analyse portant sur la relation entre performance et gouvernance montrent que l'adoption des mécanismes de contrôle du dirigeant peut avoir un effet significatif sur la performance.

**Mots clés :** propriétaire – dirigeant – gouvernance d'entreprise – conseil d'administration – performance – entreprises algériennes cotées.

### **العلاقة مساهم – مسير في المؤسسات الجزائرية المدرجة في سوق الأوراق المالية خلال الفترة 2015-2005**

#### **الملخص:**

أدى ظهور الشركات الكبرى في القرن التاسع عشر إلى الفصل بين وظيفة الملكية و وظيفة الإدارة. حيث تسبب هذا الفصل في ظهور مصالح متضاربة. هذه العلاقة المتناقضة أصبحت موضوعا للعديد من الدراسات النظرية و التجريبية.

الهدف من هذه الأطروحة هو دراسة تأثير المتغيرات المتعلقة بالحوكمة على أداء المؤسسات الجزائرية المدرجة في البورصة من خلال دراسة قياسية في الفترة 2005 – 2015. تشير نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ما بين محددات الحوكمة و أداء المؤسسات.

**كلمات البحث:**المساهم – المسير – حوكمة الشركات - مجلس الإدارة - الأداء - الشركات الجزائرية المدرجة.

## **The ownership / management relationship in Algerian listed companies during the period 2005 - 2015**

### **Summary:**

The emergence of very large firms has separated the ownership and management functions. Owners and managers have conflicting interests. This relationship has been the subject of several empirical studies.

The objective of this thesis is to study the impact of the different variables of the governance on the performance of listed Algerian companies, over a period from 2005 to 2015. This work shows that there is a significant relationship between modes of governance and performance.

**Keywords:** owner – manager – performance – corporate governance – board of directors - performance – Algerian listed companies.