



HAL
open science

Effet des mécanismes de gouvernance sur la performance financière et boursière : Cas des entreprises canadiennes

Manel Kolsi, Hanen Ghorbel

► To cite this version:

Manel Kolsi, Hanen Ghorbel. Effet des mécanismes de gouvernance sur la performance financière et boursière : Cas des entreprises canadiennes. Comptabilités, économie et société, May 2011, Montpellier, France. pp.cd-rom. hal-00650537

HAL Id: hal-00650537

<https://hal.science/hal-00650537>

Submitted on 10 Dec 2011

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

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

EFFET DES MECANISMES DE GOUVERNANCE SUR LA PERFORMANCE FINANCIERE ET BOURSIERE : CAS DES ENTREPRISES CANADIENNES

Manel Kolsi : Chercheur en comptabilité à la Faculté des Sciences Economiques et de Gestion de Sfax (FSEG) : Tunisie

Adresse E mail : manelkolsi@yahoo.fr

Hanen Ghorbel : Docteur en comptabilité : Maitre assistante à l'Ecole Supérieure de Commerce de Sfax (ESC) : Tunisie

LABORATOIRE : MODESFI

Adresse E mail : hanen_ghorbel@yahoo.fr

Résumé : Ce travail essaie d'étudier l'association entre les mécanismes de gouvernance et des mesures de performance financière et boursière de 134 entreprises canadiennes pour l'année 2007. L'étude met en évidence la non linéarité du modèle exprimant l'effet de la gouvernance sur la performance. En effet, les résultats montrent qu'un seuil relatif à l'indice de divulgation doit être dépassé pour que la gouvernance puisse se traduire par un effet positif sur la performance financière. La divulgation est ainsi indispensable pour l'amélioration de la performance financière des entreprises canadiennes.

Mots clés : Gouvernance d'entreprise, performance financière, performance boursière, divulgation, effet seuil.

Abstract: The aim of this paper is to analyze the relationship between governance mechanisms and measures of financial and market performance for 134 Canadian firms for the year 2007. The study highlights the nonlinearity of the relation expressing the effect of governance on performance. Indeed, the results show the presence of a threshold in the disclosure index. Only beyond this threshold governance can exert a positive impact on financial performance. Disclosure is therefore essential for improving the financial performance of Canadian firms.

Keywords: Corporate Governance, Financial Performance, Market Performance, Disclosure, Threshold Effect.

Introduction

Les années 90 ont connu de nombreuses défaillances de plusieurs grandes entreprises. Les exemples d'Enron aux Etats-Unis, de France télécom et Vivendi Universal en France etc. sont les plus cités. La faiblesse des mécanismes de gouvernance au sein des ces entreprises, l'opportunisme des dirigeants et l'adoption de stratégies destructrices de valeur étaient les principales causes de ces défaillances (Chatelin et Trébucq 2003). C'est ainsi que la révision de la gouvernance d'entreprise s'est avérée indispensable pour réduire les coûts d'agence et avoir une gouvernance efficace qui permet de diminuer le risque d'investissement (P. André et E. Schiehl 2004).

Dans ce contexte, les recherches se sont multipliées pour donner les déterminants d'un système de gouvernance efficace. P. André et E. Schiehl (2004) affirment que 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. En somme, les différents résultats montrent que l'impact des mécanismes de gouvernance sur la performance demeure une question empirique à explorer. L'ambiguïté, tant théorique qu'empirique, nous a incités à éclaircir cette association pour le cas canadien.

Basée sur un échantillon assez large d'entreprises canadiennes, notre étude tentera de déterminer l'impact de quatre mécanismes de gouvernance (le conseil d'administration, la compensation, les droits des actionnaires et la divulgation) sur la mesure de la performance (financière et boursière). La variable gouvernance est exprimée par un indice, calculé par le journal canadien « The Globe and Mail », appelé « Corporate Governance Index ». Cet indice a l'avantage de rassembler un bon nombre de mécanismes de gouvernance classés en quatre sous indices.

La présente étude se différencie des autres travaux sur la question à plusieurs égards ; Premièrement, nous avons testé l'effet de la gouvernance sur deux types de performance (financière et boursière). Deuxièmement, nous avons utilisé un indice de gouvernance qui est considéré comme un indice qui englobe la plupart des pratiques de gouvernance. Troisièmement, nous avons cherché des explications aux différences des résultats empiriques non seulement à travers le changement des indicateurs de performance utilisés (comme l'ont fait de F. Adjaoud, C. Mamoghli et F. Siala (2007), par exemple), mais aussi dans les caractéristiques des entreprises constituant notre échantillon.

Notre travail trouve son fondement théorique dans trois principales théories : la théorie d'agence, la théorie des coûts de transaction et la théorie de l'enracinement. Les deux premières théories montrent que les coûts d'agence et de transaction sont dommageables pour la performance des entreprises. Les fondateurs de ces théories proposent, donc, quelques solutions permettant de renforcer le contrôle au sein de l'entreprise et d'améliorer, par conséquent, sa performance. Toutefois, et malgré les mécanismes instaurés, plusieurs 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.

1. Cadre théorique et hypothèses à tester

Plusieurs auteurs relient la différence entre les entreprises en termes de performance à la différence dans leurs modalités de gouvernance (Mayer (1996), Charreaux (1996)). En effet, en évoquant la notion de la gouvernance d'entreprise, plusieurs auteurs insistent sur son rôle primordial dans la création de valeur, que ce soit au profit des actionnaires ou de celui de l'ensemble des parties actives au sein de l'entreprise. Plus précisément, la gouvernance agit à travers plusieurs mécanismes visant l'augmentation de la valeur de l'entreprise. Puisque la gouvernance d'entreprise vise principalement le contrôle du dirigeant et la minimisation de son espace discrétionnaire et dans la mesure où les décisions des dirigeants ont une influence déterminante sur la performance de l'entreprise, il serait donc évident qu'une bonne gouvernance influence positivement la performance des entreprises. Il en découle que toute entreprise cherchant à survivre et à être compétitive doit accorder une attention particulière à la question de gouvernance et doit essayer de renforcer son système de gouvernance.

La littérature abonde de travaux qui ont essayé de tester l'effet de la gouvernance sur la performance et 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, et ce pour différents contextes et indicateurs de performance. Parmi ces études on peut citer celle de Bauer et al (2008) qui utilise les données fournies par le Governance Metrics International (GMI). Les entreprises japonaises constituant l'échantillon sont classées en fonction de six dimensions de gouvernance. Les auteurs ont analysé l'effet de la qualité de la gouvernance sur leurs performances. L'emploi de l'indice total montre que les entreprises ayant une meilleure gouvernance sont plus performantes que les autres à un taux égalant les 15% par an. Gruszczynski (2005) teste aussi cet effet dans le contexte polonais. De même, les résultats de son étude montrent une association significative entre le score de gouvernance utilisé et la performance financière des entreprises polonaises (la marge de bénéfice d'exploitation et le rapport de dette). Black, Jang et Kim (2005) ont construit eux-mêmes un indice de gouvernance pour un échantillon composé de 515 entreprises publiques coréennes. Les résultats montrent une corrélation significative entre cet indice et la valeur de marché des entreprises évaluée par le Q de Tobin, le market/book et le market/sales. Cet effet de la gouvernance sur la performance vient du fait que les entreprises subissent de plus en plus de pressions de la part des actionnaires et des forces du marché pour un bon système de gouvernance d'entreprise. En effet, les investisseurs exigent de plus en plus des entreprises de mettre en application des principes rigoureux de gouvernance afin de réaliser de meilleures rentabilités sur leurs investissements. La raison en est que la plupart des investisseurs sont prêts à payer une prime pour les entreprises ayant des niveaux élevés de gouvernance. En conséquence, la mise en place de mécanismes appropriés de gouvernance est un atout que l'entreprise pourrait utiliser

pour avoir un avantage concurrentiel en attirant le capital, réduisant les risques financiers pour les investisseurs et par là le coût du capital (Louizi 2007).

En se basant sur les résultats de ces études, notre recherche essayera, dans un premier temps, d'étudier la corrélation entre un indice de gouvernance publié sur le site du journal canadien « *the globe and mail* » et des indicateurs de performance. L'hypothèse qu'on va tester pour étudier cette corrélation est, donc, la suivante:

Hypothèse générale : les entreprises qui possèdent des scores de gouvernance plus élevés seront caractérisées par une meilleure performance financière et boursière.

Bebchuk et al (2004)¹ notent que les pratiques de gouvernance n'affectent pas de la même façon la performance des entreprises. En d'autres termes, la composition des indices de gouvernance peut avoir un effet sur les résultats fournis par les estimations. Les effets des composantes peuvent être différents et l'impact de certaines composantes sur la performance peut être compensé par l'effet de certaines autres. Il serait donc intéressant de voir quelles sont les composantes de la gouvernance d'entreprise qui sont les plus déterminantes dans l'étude du lien entre celle-ci et la performance.

Puisque l'indice de gouvernance que nous utilisons est composé de 4 sous-indices, on va tester l'effet de chacun de ces sous indices sur la performance financière et sur la performance boursière.

Le premier sous indice est la composition du conseil d'administration. D'une manière générale, le conseil d'administration est considéré comme l'un des principaux instruments permettant de remédier aux carences des gestionnaires (F. Adjaoud et al (2007)). C'est ainsi que Hermalin et Weisbach (2000) le qualifient de « *cœur de la gouvernance* ».

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 présence des comités spécialisés...). La composition du conseil d'administration a fait l'objet de plusieurs études et débats. Dans un environnement caractérisé par des changements très rapides, le défi de tout conseil d'administration consiste à dépasser son rôle traditionnel et à renforcer son rôle de contrôle. Il s'agit donc d'améliorer l'indépendance du conseil, sa composition, sa transparence, la responsabilité envers les actionnaires et les autres acteurs et la fréquence des réunions (Louizi 2007).

Rosenstein et Wyatt (1990) ont montré que la désignation d'un nouvel administrateur externe indépendant entraîne une amélioration significative de la valeur 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. 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)²,

¹ Citée par Bauer et al (2007).

² Cité par André et Schiehl (2004)

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

Certaines autres études se sont intéressées à l'effet de la présence de comités spécifiques au sein du conseil. Wild (1994)³, par exemple, trouve que la réaction du marché aux rapports de bénéfices serait plus favorable après la formation d'un comité d'audit. En revanche, Vafeas et Theodorou (1998)⁴ concluent que la formation de comités spécialisés au sein du conseil n'affecte pas essentiellement la performance de l'entreprise.

A travers ces études nous pouvons formuler notre première hypothèse de la manière suivante :

Hypothèse 1 : plus le score de gouvernance relatif à la composition du conseil d'administration est élevé, plus la performance financière et boursière de l'entreprise est élevée.

Notre deuxième sous-indice concerne le système de rémunération. P. André et E. schiehl (2004) suggèrent que la performance des entreprises sera associée à l'importance relative de la rémunération incitative à long terme tels que les primes en espèces et l'octroi d'options d'achat d'actions. Un tel avis est partagé par Hergli et al (2007) qui considèrent qu'une compensation exécutive modérée et reliée à la performance (comptable ou en termes de valeur de marché) de l'entreprise est un facteur qui influe positivement sur la valeur de la firme. De ce fait, ce type de compensation est considéré comme étant un bon mécanisme de gouvernance. D'ou notre deuxième hypothèse :

Hypothèse 2 : plus le score de gouvernance relatif à la politique de rémunération est élevé, plus la performance financière et boursière de l'entreprise est élevée.

Plusieurs études se sont intéressées à l'effet des droits des actionnaires sur la performance des entreprises. D'une manière générale, ces études ont abouti à une corrélation positive entre ces deux variables. Parmi ces études nous pouvons citer celle de Gompers, Ishii et Metrick (2003) qui ont montré que les entreprises ayant les droits des actionnaires les plus forts possèdent une plus grande valeur, des profits plus élevés, une croissance des ventes plus forte, des dépenses en capital plus faibles. En conséquence, la troisième hypothèse de recherche peut être la suivante :

Hypothèse 3 : plus le score de gouvernance relatif au respect des droits des actionnaires est élevé, plus la performance financière et boursière de l'entreprise est élevée.

Enfin nous testons l'effet de la divulgation sur la performance. L'augmentation de la divulgation d'informations a pour effet la réduction des coûts d'agence et par conséquent l'accroissement de la valeur de l'entreprise (F. Adjaoud, D. Zeghal et S. Andaleeb (2007), Doidge et al (2004). R. Bauer et al (2008), dans le contexte japonais, trouvent que la divulgation de l'information fait

³ Cité par Mejdoub (2008).

⁴ Cité par Weir et al (2002).

partie des facteurs les plus déterminants de la performance. Nous pouvons ainsi formuler la dernière hypothèse de notre étude de la manière suivante :

Hypothèse 4 : plus le score de gouvernance relatif à la divulgation est élevé plus la performance financière et boursière de l'entreprises est élevée.

2. Méthodologie de la recherche

2.1. Echantillon et source de données

Notre étude est menée sur un échantillon de 134 entreprises canadiennes cotées toutes sur la bourse de Toronto. Les données sont relatives à l'année 2007. L'échantillon couvre des entreprises appartenant à trois secteurs différents qui sont : le secteur industriel, le secteur commercial et le secteur de services.

Les données relatives à nos variables proviennent de deux sources différentes :

- Les données relatives aux variables exprimant la performance à savoir : *ROA*, *ROE* et *Market-to-Book (MTB)*, ont été recueillies à partir du site <http://www.canadianbusiness.com/rankings/investor500/list.jsp?showNum=50&pgeID=list3&i500=1&type=a&listType=performance&year=&page=1&customView=&customCols=&content=>. Les données relatives à la variable dette (*DT*) ont été recueillies à partir du même site. Celles relatives à la variable âge (*AGE*) ont été calculées à partir de la date de création de chaque entreprise jusqu'à 2007. Les valeurs de la variable total des actifs (*T*) ont été obtenues à partir du site : www.google.com/finance ;
- La variable gouvernance est exprimée par un indice, calculé par le journal canadien « The *Globe and Mail* », appelé « *Corporate Governance Index* » et dont les valeurs sont disponibles sur le site <http://business.theglobeandmail.com/boardgames2007>.

Le tableau 1 récapitule les caractéristiques de notre échantillon :

Secteurs	Nombre d'entreprises et %
Commercial	8 (5,97%)
Industriel	106 (79,09%)
Service	20 (14,92%)
Total	134 (100%)

2.2. Définitions et mesures des variables

2.2.1- La variable dépendante : la performance de l'entreprise

La performance, sous ses différentes mesures, est la variable endogène sur laquelle agissent les autres variables dans nos estimations. Notre objectif est d'étudier les effets des variables explicatives sur la performance. Au total, deux 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* et la performance financière mesurée par le *Return On Assets* et le *Return On Equity*. Etudier ces deux types de performance (boursière et financière) s'avère très important, dans la mesure où cette différenciation permet de tenir compte des différentes caractéristiques de l'entreprise. En effet, alors que le *Market-to-Book* permet de mesurer la valeur sur le marché de l'entreprise, le ROA et le ROE sont des ratios financiers mesurant la compétitivité de celle-ci et l'efficacité du management.

a- La performance financière (ROA et ROE)

Les mesures ROA et ROE ont été utilisées par plusieurs auteurs pour désigner la performance financière des entreprises.

ROA (Return on Assets) : cette variable représente la rentabilité des capitaux investis et exprime la capacité de ces capitaux à créer un certain niveau de bénéfices opérationnels. Cette mesure a été utilisée par un nombre très important d'auteurs comme Daines (2004), Adams et Santos (2005)⁵, Eisenberg et al (1998).

La mesure que nous allons retenir, dans notre étude, pour le calcul du *ROA* est :

$$ROA = \frac{\text{Bénéfices d'exploitation}}{\text{Total des actifs}}$$

ROE (Return on Equity) : représente la rentabilité des capitaux propres et exprime la capacité des capitaux investis par les actionnaires à dégager un certain niveau de bénéfices nets. Plusieurs auteurs ont utilisé, aussi, cette mesure de performance comme Bouri et Bouaziz (2007), Brown et Caylor(2004), Lehman et Weigrand (2000).

La mesure qu'on retient pour mesurer le ROE est la suivante :

$$ROE = \frac{\text{Bénéfices nets}}{\text{Capitaux propres}}$$

⁵ Cité par Ben Cheikh et Zarai (2008).

b- La performance boursière (Market-to-Book)

La performance boursière des entreprises est appréhendée à travers un ratio appelé *Market-to-Book* (*MTB*) exprimant l'accroissement du prix du titre de l'entreprise suite à sa forte valorisation par les investisseurs sur le marché boursier (Maaloul 2008). Shome et Singh (1995) notent que ce ratio constitue un proxy raisonnable des opportunités d'investissement de l'entreprise.

$$MTB = \frac{\text{Capitalisation boursière}}{\text{Capitaux propres}}$$

2.2.2- Les variables indépendantes

a- La gouvernance de l'entreprise (GOV)

Rappelons que nous utilisons l'indice de gouvernance fourni par le journal « *The Globe and Mail* ». De par sa conception, cet indice s'intéresse à quatre caractéristiques importantes du conseil d'administration à savoir :

- La composition du conseil d'administration ;
- Actionnariat et compensation ;
- Les droits des actionnaires ;
- La divulgation d'information.

Ces quatre caractéristiques constituent les quatre sous-indices de notre indice global de gouvernance. Chacun de ces sous-indices contient un certain nombre de composantes (il s'agit de 36 composantes). Les composantes sont le reflet des critères des entreprises permettant de répondre à des questions précises. En d'autres termes, un barème de notation est utilisé pour affecter une notation à chaque entreprise en fonction de la réponse à chaque question.

$$GOV = \text{indice "the Globe and Mail"}$$

b- Les variables de contrôle

Les variables de contrôle sont les variables susceptibles d'avoir un effet significatif sur la performance. Nous retenons : l'âge de l'entreprise, la taille de l'entreprise et l'endettement.

➤ *L'âge de l'entreprise (AGE)*

L'âge de la firme a été souvent considéré comme une variable pouvant avoir un effet très significatif sur la performance. D'une manière générale, la variable âge de l'entreprise est exprimée par le logarithme du nombre d'années d'exercice (Brown et Caylor(2006), Ben Cheikh et Zarai(2008)).

$$AGE = \text{Log}(\text{nombre d'années})$$

➤ *La taille de l'entreprise (T)*

La taille de l'entreprise est également considérée comme une variable déterminante dans l'explication de la performance. Utilisée par plusieurs auteurs, cette variable peut avoir à la fois des effets directs et des effets indirects sur la performance.

Plusieurs mesures ont été retenues pour évaluer la taille de l'entreprise. S. Bahagat et Black (2001), Durnev et Kim (2003), P. Andres et al (2005) et Hergli et al (2007) utilisent la mesure « *log (ventes)* ».

D'autres auteurs, comme Brown et Caylor (2006), Ben Cheikh et Zarai (2008), R. Bauer et al (2007), F. Adjaoud et al (2007) ont utilisé la valeur « *log (total actifs)* ».

Nous retenons la mesure suivante :

$$T = \text{Log}(\text{valeur comptable du total actif})$$

➤ *La dette de l'entreprise (DT)*

Le niveau d'endettement de la firme exprime la charge de l'endettement supportée par l'entreprise et qui peut avoir un effet sur la discipline des dirigeants (P. Andres, Azofra et Lopez (2005) ; Peter, Young et Shapiro (2005) ; Hergli, Bellalah et Abdennadher (2007)). Pour tenir compte de cet effet de la dette sur la performance, nous utilisons 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 leurs modèles (P. André et E. Schiehl (2004), P. Andres, V. Azofra et F. Lopez (2005), Hergli et al (2007)).

Ainsi, nous avons :

$$DT = \frac{\text{valeur comptable de la dette}}{\text{Actif total}}$$

2.3. Modèle d'analyse

Après avoir présenté toutes les variables de notre modèle ainsi que leurs mesures, nous pouvons déduire notre modèle d'analyse qui exprime le lien entre la performance et la gouvernance :

$$Perf_i = C + \alpha_1 GOV_i + \alpha_2 T_i + \alpha_3 AGE_i + \alpha_4 DT + \varepsilon_i$$

Où $i = 1 \dots \dots \dots 134$ désigne les entreprises.

Perf désigne la variable performance,

GOV : L'indice de gouvernance,

T : La taille de l'entreprise,

AGE : L'âge de l'entreprise,

DT : La dette de l'entreprise,

C : La constante

et ε Le terme d'erreur.

3. Analyses et discussions des résultats

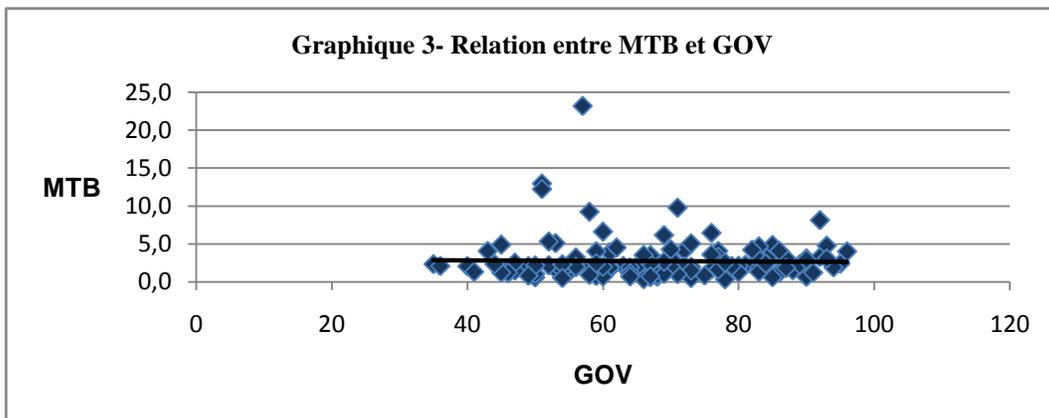
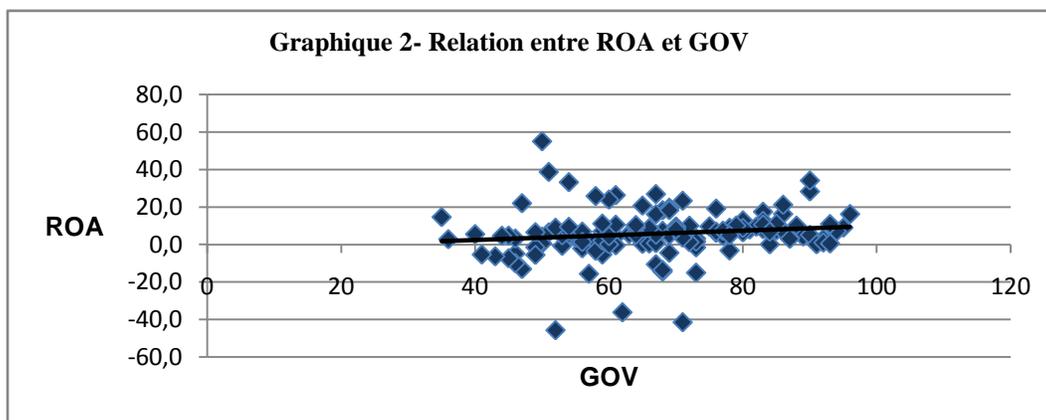
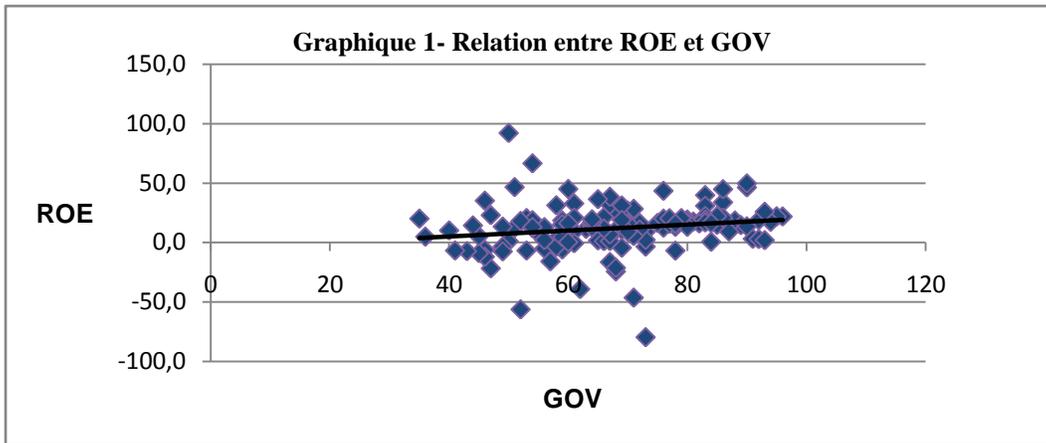
3.1. Analyse bi-variée

Les graphiques suivants montrent la corrélation entre la gouvernance et les indicateurs de performance financière (*ROE* et *ROA*) et boursière (*MTB*). Les courbes de tendance tracées sur les graphiques permettent d'avoir une idée sur la corrélation entre les différentes variables. Nous pouvons voir que, sur les trois graphiques, l'échantillon est très éparpillé et la relation entre la gouvernance et les indicateurs de performance n'est pas très visible. En fait, nous remarquons que les courbes de tendance sur les deux premiers graphiques sont légèrement croissantes et une relation positive entre la variable *GOV* et les variables *ROE* et *ROA* n'est pas très visible. Sur le troisième graphique, la courbe de tendance est plutôt plate, voire décroissante, d'où l'absence d'une relation positive entre la variable *GOV* et la variable *MTB*.

Au total, nous pouvons dire qu'une relation entre la performance et la gouvernance n'est pas très évidente pour notre échantillon. Une étude économétrique, dans laquelle la performance sera rattachée à ses éventuels déterminants devient très utile.

Dans ce qui suit, nous passerons à une étude économétrique à travers laquelle nous essayerons de tester la présence d'un lien entre les indicateurs de performance (*ROE*, *ROA* et *MTB*) et la gouvernance des entreprises canadiennes. Nous essayerons de tester l'hypothèse d'un effet positif de la gouvernance d'entreprise sur la performance financière et boursière et de voir sous quelles conditions cet effet peut avoir lieu.

Pour vérifier l'existence d'une corrélation entre les variables relatives à notre échantillon, une matrice de corrélation a été menée. Cette dernière a montré la présence d'une corrélation positive entre la variable *GOV* et les indices de performance *ROE* et *ROA*. Cette corrélation est négative entre *GOV* et le *MTB*. Au total, la matrice de corrélation montre des corrélations faibles entre les variables explicatives et les différents indices de performance.



3.3. Etude de l'effet de la performance sur la gouvernance en utilisant l'indice global de gouvernance

Dans cette partie, nous avons mené trois estimations qui se différencient par l'indice de performance utilisé. Ainsi les deux premiers modèles testent l'effet de la gouvernance sur la performance financière. Le troisième modèle teste cet effet sur la performance boursière. Les modèles estimés dans cette étape sont donc les suivants :

$$\text{Modèle1} : ROE_i = cte + \alpha_1 GOV_i + \beta_1 T_i + \beta_2 AGE_i + \beta_3 DT_i + \varepsilon_i$$

$$\text{Modèle2} : ROA_i = cte + \alpha_1 GOV_i + \beta_1 T_i + \beta_2 AGE_i + \beta_3 DT_i + \varepsilon_i$$

$$\text{Modèle3} : MTB_i = cte + \alpha_1 GOV_i + \beta_1 T_i + \beta_2 AGE_i + \beta_3 DT_i + \varepsilon_i$$

Où $i = 1 \dots \dots \dots 134$ désigne les entreprises ;

GOV : L'indice de gouvernance,

T : La taille de l'entreprise,

AGE : L'âge de l'entreprise,

DT : La dette de l'entreprise,

C : La constante

et ε Le terme d'erreur.

Avant toute étude économétrique de ce type, un test du problème de multicollinéarité est nécessaire pour s'assurer que les variables ne communiquent pas la même information. Ainsi, nous avons calculé les inflations de la variance des différentes variables explicatives de nos trois modèles. L'analyse montre que les inflations de la variance de toutes les variables sont inférieures à 10^6 , ce qui implique l'absence d'un problème de multicollinéarité entre les variables pour nos estimations.

Les différents résultats, pour les trois estimations, sont donnés dans le tableau suivant :

Tableau 2- Etude de l'effet de la performance sur la gouvernance (indice global)

Variables	ROE (Modèle1)	ROA (Modèle2)	MTB (Modèle3)
Constante	-29.649** (11.532)	-13.844 (9.120)	6.980*** (2.897)
GOV	0.096 (0.117)	0.056 (0.073)	0.020 (0.012)
AGE	0.001 (0.043)	0.003 (0.026)	0.005 (0.006)

⁶ Voir, par exemple, Stine 1995.

Tableau 2- Etude de l'effet de la performance sur la gouvernance (indice global)

T	4.975*** (1.60)	2.352** (1.181)	-0.774* (0.418)
DT	-0.080*** (0.028)	-0.053*** (0.014)	0.004 (0.004)
R ²	0.124	0.091	0.104
Nombre d'observations	134	134	134

Les valeurs entre parenthèses représentent les erreurs types

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

Il est important de noter que la valeur faible du R^2 dans le tableau 2 montre la faiblesse du pouvoir explicatif de notre modèle.

Ces résultats peuvent être expliqués d'abord par le fait que nos estimations sont de type *Cross-section*, c'est-à-dire basées sur un échantillon d'individus différents pour une période déterminée⁷. La seconde est que la performance est une variable multidimensionnelle. Il est donc très difficile de trouver et d'intégrer tous ses déterminants dans un seul modèle.

Nous remarquons, ensuite, que selon les trois estimations, la gouvernance n'exerce un effet ni sur la performance financière (modèles 1 et 2) ni sur la performance boursière (modèle 3). En effet, la variable *GOV* n'est pas significative dans les trois modèles. Donc notre hypothèse générale n'est pas vérifiée.

Les chiffres du tableau montrent que la variable *AGE* n'est significative ni pour les mesures de performance financière (0.001 pour le *ROE* et 0.003 pour le *ROA*), ni pour la mesure de performance boursière (0.005 pour le *MTB*). Donc, il nous est impossible à partir de ces résultats de trancher quant à l'effet de la variable *AGE* sur la performance des entreprises canadiennes. Ce résultat n'est pas conforme à nos attentes et aux résultats trouvés par d'autres auteurs et dans d'autres contextes. Ben Cheikh et Zarai, par exemple, trouvent que, pour le contexte tunisien, la variable âge influence significativement (au seuil de 1%) et positivement la performance boursière (*MTB*) et la performance comptable (*ROA*) des entreprises. Leur résultat était conforme aussi aux résultats de Cameron et Whetten (1981)⁸.

La variable total des actifs (*T*), est positive et significative dans les deux équations utilisant *ROE* (4.975***) et *ROA* (2.352**). Ceci est conforme à notre hypothèse selon laquelle la taille exerce un effet positif sur la performance financière. Plusieurs auteurs ont trouvé des résultats semblables comme Durnev et Kim (2003), Bohren et Odegaard (2001) et F. Adjaoud, D. Zeghal et S. Andaleeb (2007) qui trouvent, dans des contextes différents, une association positive entre la taille et la performance. Une association qui passe par l'importance du contrôle que subissent les entreprises de grande taille. Plus encore, l'étude de F. Adjaoud, D. Zeghal et S. Andaleeb (2007) montre que la variable taille influence positivement et d'une manière significative les

⁷ Dans le contexte américain, par exemple, le R^2 ajusté des modèles de Brown and Caylor (2006) sont aux alentours de 2%.

⁸ Cité par Ben Cheikh et Zarai (2008).

mesures de performance *Market Value Added* et *Economic Value Added* ($p = 0.000$), dans le contexte canadien. A l'inverse, les études de P. André et E. Schiehl (2004), Morck et al (1988), Agrawal et Knoeber (1996), Barnhart et Rosenstein⁹ (1998) et Peter, Young et Schapiro (2005) aboutissent à un résultat inverse.

Toutefois, l'utilisation de la variable *MTB* comme indice de performance boursière, donne un coefficient négatif (-0.774*) et significatif au seuil de 10% de la taille de la firme. Ce résultat est conforme avec ceux d'André et Schiehl (2004) et Peter, Young et Schapiro (2005).

Enfin, la variable dette (*DT*) est significative au seuil de 1% dans les deux premières équations, ce qui confirme notre hypothèse selon laquelle la dette exerce un effet négatif sur la performance financière. Un résultat qui a été confirmé par P. André et E. Schiehl (2004) qui trouvent des coefficients négatifs et significatifs au seuil de 1%. La charge de la dette est ainsi une variable qui risque de réduire considérablement la performance des entreprises. Toutefois, ce résultat contredit celui de Peter, Young et Schapiro (2005).

En somme, l'utilisation de l'échantillon total et de l'indice global de gouvernance ne permet pas de confirmer notre hypothèse générale relative à l'effet de la gouvernance sur la performance.

Nous essayerons dans ce qui suit de décomposer l'indice global de gouvernance. En fait, il est probable que les différents sous-indices de l'indice global n'agissent pas sur la performance de la même manière. Il est possible que les effets positifs de certains sous-indices soient compensés par les effets négatifs de certains autres. La décomposition de l'indice nous permettra, donc, de tester l'effet de chacun des sous indice de gouvernance, pris à part, sur les trois mesures de performance.

3.4. Etude de l'effet de la performance sur la gouvernance en utilisant les sous-indices indices composant l'indice global de gouvernance

La décomposition de l'indice de gouvernance consiste à remplacer cet indice par ses quatre sous-indices (*BC*, *SC*, *SR*, *DIV*) dans les trois équations de performance. Les modèles estimés, dans cette étape, sont ainsi les suivants :

$$\text{Modèle4 : } ROE = cte + \alpha_1 BC + \alpha_2 SC + \alpha_3 SR + \alpha_4 DIV + \beta_1 T + \beta_2 AGE + \beta_3 DT + \varepsilon_i$$

$$\text{Modèle5 : } ROA = cte' + \alpha'_1 BC + \alpha'_2 SC + \alpha'_3 SR + \alpha'_4 DIV + \beta'_1 T + \beta'_2 AGE + \beta'_3 DT + \varepsilon'_i$$

$$\text{Modèle6 : } MTB = cte'' + \alpha''_1 BC + \alpha''_2 SC + \alpha''_3 SR + \alpha''_4 DIV + \beta''_1 T + \beta''_2 AGE + \beta''_3 DT + \varepsilon''_i$$

Où

$i = 1 \dots \dots \dots 134$ désigne les entreprises ;

BC : La composition du conseil d'administration ;

SC : Actionnariat et compensation ;

⁹ Cités par d'André et Schiehl (2004)

SR : Les droits des actionnaires ;
DIV : La divulgation d'information.
T : La taille de l'entreprise ;
AGE : L'âge de l'entreprise ;
DT : Les dettes de l'entreprise ;
C : La constante ;
 et ε : Le terme d'erreur.

Tableau 3- Etude de l'effet de la performance sur la gouvernance à travers une décomposition de l'indice de gouvernance

Variables	ROE (<i>Modèle4</i>)	ROA (<i>Modèle5</i>)	MTB (<i>Modèle6</i>)
Constante	-29.945** (12.543)	-15.857 (9.552)	7.871*** (2.860)
BC	0.182 (0.396)	0.217 (0.227)	-0.086 (0.062)
SC	-0.224 (0.626)	-0.088 (0.382)	0.118* (0.070)
SR	0.051 (0.273)	0.052 (0.184)	0.142* (0.073)
DIV	0.612 (1.309)	-0.060 (0.592)	-0.207 (0.133)
AGE	0.004 (0.045)	0.008 (0.026)	0.002 (0.006)
T	5.040*** (1.647)	2.414** (1.195)	-0.793** (0.355)
DT	-0.079*** (0.026)	-0.053*** (0.015)	0.005 (0.004)
R ²	0.128	0.096	0.204
Nombre d'observations	134	134	134

Les valeurs entre parenthèses représentent les erreurs types

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

Les différentes estimations montrent que les sous-indices n'exercent pas d'effet significatif sur la performance financière. Ainsi, nos quatre hypothèses ne sont pas vérifiées pour les modèles 4 et 5. Toutefois l'effet de ces mêmes sous-indices est partiellement vérifié pour la performance boursière (modèle 6). Dans ce modèle, seules les hypothèses 2 et 3 ont été vérifiées. En effet, les coefficients relatifs aux variables compensation (*SC*) et droits des actionnaires (*SR*) sont positifs et significatifs. La performance boursière varie, donc, en fonction de la compensation et des droits des actionnaires. D'autres études comme celle de P. André et E. Schiehl (2004) et de Peter, Shapiro et Young (2005) sont arrivés à ce même résultat. Pour ces auteurs, le système de rémunération et les droits des actionnaires exercent un effet positif et significatif sur la performance boursière. Ce résultat peut être expliqué par le fait que les investisseurs valorisent

mieux les entreprises qui ont de meilleurs politiques de rémunérations et qui protègent plus les droits des actionnaires (Peter, Shapiro et Young (2005)). En fait, l'adoption d'un système de rémunération qui satisfait aussi bien les actionnaires que les dirigeants et l'attribution aux actionnaires de leurs droits ont pour effet de réduire significativement les problèmes d'agence au sein de l'entreprise et d'augmenter, par conséquent, sa valeur sur le marché.

En revanche, nous retrouvons des coefficients non significatifs relatifs aux variables composition du conseil (*BC*) et divulgation (*DIV*). Les hypothèses 1 et 4 ne sont, donc, pas vérifiées.

En somme, l'effet de la gouvernance sur la performance financière et boursière reste indéterminé. Ni l'utilisation de l'indice globale ni sa décomposition ne permettent de prouver son existence et son signe avec précision. Ce résultat va dans le même sens que celui d'Adjaouad, Zghal et Andaleeb (2007) qui aboutissent à l'absence de lien entre la gouvernance et les mesures traditionnelles de la performance.

Les résultats, non significatifs, trouvés nous ont motivé d'aller plus loin dans notre investigation et de chercher si au sein de notre échantillon, il existe des entreprises dont le système de gouvernance affecte la performance des entreprises. Par l'étude de la linéarité de nos modèles, nous essayerons de voir si le lien entre gouvernance et performance est conditionné par les caractéristiques des entreprises elles-mêmes.

Notre travail se différencie, par conséquent, de celui d'Adjaouad, Zghal et Andaleeb (2007) qui trouvent des justifications de leurs résultats dans la modification des indicateurs de performance dans le contexte canadien.

En effet, il est important de penser à la possibilité d'une hétérogénéité des entreprises, ou autrement dit à la non-linéarité du modèle sur tout l'échantillon considéré. Plus précisément, en utilisant cet échantillon, nous faisons l'hypothèse implicite, ce qui a aussi été fait par les autres études, que la relation entre la performance et la gouvernance est identique pour toutes les firmes de notre échantillon. Or, en réalité, il est possible pour certaines firmes que cette relation soit atypique ou indirecte. Pour tester cette hypothèse de linéarité du modèle, nous avons utilisé la méthode de Hansen (2000). Cette méthode permet de voir si le modèle utilisé est applicable à toutes les entreprises de l'échantillon. Autrement dit, si on suppose que la relation entre les variables prend une forme bien déterminée, cette forme est-elle la même pour toutes les entreprises de l'échantillon ?

3.5. Etude de la linéarité de la relation Performance-Gouvernance à travers le modèle à seuil

Hansen (2000) propose un test qui permet de chercher la variable de transition entre les différents régimes d'une manière endogène. En effet, il n'est pas nécessaire de fixer une variable a priori qui diviserait l'échantillon en plusieurs sous-groupes d'entreprises. Autrement dit, ce test identifie les variables pour lesquelles il existe un seuil. *Ce seuil diviserait l'échantillon en sous-groupes différents. Pour chaque sous-groupe, il y aura un modèle spécifique quant à de la*

relation entre les variables. A travers le calcul d'un multiplicateur de Lagrange, le test proposé par Hansen permet de déterminer les variables possédant un seuil qui va diviser l'échantillon.

L'hypothèse de l'existence d'un seuil peut être formulée de la manière suivante :

$$Y_i = \theta_1'x_i + e_i \quad q_i \leq \gamma \quad (1)$$

$$Y_i = \theta_2'x_i + e_i \quad q_i > \gamma \quad (2)$$

Donc, il s'agit de tester l'hypothèse $H_0 : \theta_1 = \theta_2$ où q_i désigne la variable de transition ou le seuil à partir duquel la nature du lien entre la variable dépendante et les variables explicatives change. Nous avons utilisé ce test pour étudier l'existence d'un seuil dans notre échantillon. Nous avons appliqué ce test sur toutes les variables du modèle et en particulier les variables relatives à la gouvernance. Les résultats (tableaux 6 et 7) montrent la présence d'un seuil qui divise notre échantillon en deux groupes différents selon la variable divulgation (*DIV*).

Tableau 4- Etude de la linéarité du modèle en utilisant ROE comme indice de performance :

$$ROE_i = cte + \alpha_1 GOV_i + \beta_1 T_i + \beta_2 AGE_i + \beta_3 DT_i + \varepsilon_i$$

Variables	ROE	
	Régime 1 (<i>DIV</i> ≤ 3.00)	Régime 2 (<i>DIV</i> > 3.00)
Constante	46.620 (62.916)	-38.096*** (12.779)
GOV	-1.027 (0.908)	0.207** (0.102)
AGE	-0.151 (0.289)	-0.016 (0.046)
T	3.809 (5.593)	4.866*** (1.640)
DT	-0.124 (0.077)	-0.040* (0.024)
R ²	0.177	0.200
Nombre d'observations	19	115

Les valeurs entre parenthèses représentent les erreurs types

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

Le tableau 4 montre que la variable *DIV* divise notre échantillon en deux groupes d'entreprises. Celles qui ont un score de la variable *DIV* inférieur ou égal à 3 et celles ayant un score supérieur à 3. Nous pouvons remarquer que pour le premier groupe (ayant un score inférieur ou égal à 3), toutes les variables ne sont pas significatives. Toutefois, pour le reste des entreprises (ayant un score supérieur à 3), la plupart de nos variables ont les signes attendus avec des coefficients significatifs. La variable gouvernance exerce un effet positif sur la performance financière pour les entreprises ayant un niveau de divulgation élevé. Notre hypothèse générale considérant que la gouvernance exerce un effet positif sur la performance financière et boursière est, par conséquent, vérifiée seulement pour les entreprises dont le niveau de divulgation est >= à 3 ou 4.

Tableau 5- Etude de la linéarité du modèle en utilisant ROA comme indice de performance :

$$ROA_i = cte + \alpha_1 GOV_i + \beta_1 T_i + \beta_2 AGE_i + \beta_3 DT_i + \varepsilon_i$$

Variables	ROA	
	Régime 1 ($DIV \leq 4.00$)	Régime 2 ($DIV > 4.00$)
Constante	10.263 (13.915)	-34.561*** (12.413)
GOV	-0.135 (0.154)	0.214*** (0.078)
AGE	0.057 (0.065)	-0.021 (0.025)
T	0.638 (2.102)	3.526*** (1.391)
DT	-0.051* (0.029)	-0.058*** (0.0156)
R ²	0.067	0.226
Nombre d'observations	40	94

Les valeurs entre parenthèses représentent les erreurs types

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

Le tableau 5 résulte de la même procédure utilisée dans les estimations relatives au tableau 6. Le test de Hansen (2000) montre l'existence d'un seuil égal à 4 pour la variable *DIV*.

Nous pouvons trouver, d'après ce tableau, qu'à droite du seuil c'est-à-dire pour les entreprises ayant un score supérieur à 4, la plupart de nos hypothèses sont vérifiées. Ainsi, il en découle que la gouvernance exerce un effet positif sur la performance financière exprimée par un coefficient positif et très significatif de la variable *GOV*.

Les résultats des tableaux 4 et 5 confirment les constats qui supposent qu'une meilleure divulgation pourrait se traduire par une meilleure transparence de l'entreprise vis-à-vis des investisseurs et des actionnaires. Une entreprise plus transparente possède donc une meilleure gouvernance se traduisant par une meilleure performance.

Le test de Hansen a aussi été appliqué sur l'équation utilisant *MTB* comme indice de performance. Toutefois, les résultats de ce test montrent l'absence d'effet seuil. Donc, pour tout l'échantillon, l'effet de la gouvernance sur la performance boursière est absent ou indéterminé.

L'effet de la gouvernance sur la performance pour notre échantillon canadien est significatif seulement pour les entreprises qui divulguent beaucoup d'informations. Autrement, celles qui sont plus transparente. D'où l'intérêt du test de Hansen (2000) qui nous a permis de diviser notre échantillon en deux groupes, celles qui divulguent plus et celles qui divulguent moins d'informations afin apprécier cet effet. Nous pouvons alors souligner l'importance de la variable divulgation dans l'amélioration de la performance des entreprises. Cet effet a été confirmé par F. Adjaoud, D. Zeghal et S. Andaleeb (2007 et Doidge et al (2004). Selon ces auteurs, plus l'entreprise améliore sa divulgation, plus sa performance augmente. Naciri (2006) affirme, de sa part, qu'un des éléments majeurs de la bonne gouvernance réside dans la transparence. La transparence consiste selon l'auteur à fournir une information vraie, fiable, pertinente et délivrée

en temps opportun aux utilisateurs et ce afin de leurs permettre de suivre adéquatement le comportement des dirigeants et de prendre les décisions qui s'imposent. L'auteur ajoute qu'en plus des états financiers traditionnels, cette information doit couvrir l'ensemble de la performance de l'entreprise, le positionnement et les perspectives futures, la planification stratégique et les politiques, la gestion du risque et les critères de mesures de la performance ainsi que les politiques de rémunération etc (Dipiazza 2002)¹⁰. Selon Naciri (2006) une étude réalisée en Asie par CFO Asia rapporte que parmi les 116 plus grandes firmes cotées en Asie, celles qui divulguent le plus d'information affichent les meilleures performances en matière de bénéfices et de cours boursiers (Apple Daily 2002)¹¹. Plusieurs autres études ont démontré qu'une divulgation d'information suffisante peut s'avérer un mécanisme efficace pour réduire l'asymétrie informationnelle et d'autres inefficacités du marché (F. Adjaoud, D. Zeghal et S. Andaleeb (2007), Doidge et al (2004)¹²). Nous pouvons, alors, déduire que la divulgation renforce l'effet positif de la gouvernance sur la performance.

Enfin, nous remarquons que notre hypothèse générale est vérifiée pour les entreprises qui divulguent plus d'informations et ceci pour le cas de la performance financière. En effet, lorsque la divulgation est supérieure à un certain seuil (3 ou à 4), l'effet de la gouvernance devient positif et significatif sur la performance financière mesurée par le ROE et le ROA respectivement, toutefois, l'effet de la gouvernance n'est pas significatif pour le cas de la performance boursière MTB.

Conclusion

Les résultats empiriques de notre étude, montrent deux constats nouveaux par rapport aux études antérieurs. Le premier est relatif à l'hétérogénéité des entreprises. L'hypothèse, qui consiste à considérer que le lien entre la performance et la gouvernance peut être identique d'une entreprise à une autre, doit être revisitée. Ainsi, une étude contextuelle des entreprises analysant la participation de leur mode de gouvernance sur leur performance serait d'une grande importance. Le second est que, pour notre échantillon, l'effet de la gouvernance sur la performance financière des entreprises canadiennes est conditionné par leur degré de divulgation. Un seuil relatif à l'indice de divulgation doit être affranchi pour que la gouvernance puisse se traduire par un effet positif sur la performance financière. Ce résultat montre bien l'importance de la divulgation sur la performance des entreprises canadiennes. En fait, lorsque l'entreprise devient plus transparente, les mécanismes de gouvernance s'améliorent du fait que la plupart de ses politiques et informations deviennent publiques (Wirtz (2004)). Par conséquent, l'effet global de la gouvernance sur la performance devient positif et significatif.

¹⁰ Cité par Naciri (2006)

¹¹ Cité par Naciri (2006)

¹² Cité par Adjaoud et al (2007).

Notre travail confirme la complexité et l'ambiguïté de la nature du lien entre la performance et la gouvernance de l'entreprise. Nos estimations montrent l'absence de linéarité du modèle étudié sur l'ensemble de l'échantillon des entreprises canadiennes. Pour les entreprises ayant un niveau élevé de divulgation, il existe un effet positif de la gouvernance sur la performance financière. Pour les entreprises, ayant un niveau faible de divulgation, ce lien n'est pas significatif. En fait, notre étude montre que le lien entre la gouvernance et la performance peut être modéré par les caractéristiques des entreprises et plus particulièrement le niveau de divulgation.

L'intégration de nouvelles variables dans les modèles estimés, comme la *R&D* et le développement institutionnel du pays, par exemple, pourrait également révéler l'existence de certaines conditions pour que la gouvernance se traduise par un effet positif sur la performance. La recherche des conditions préalables à l'apparition de cet effet est ainsi d'une grande importance.

Il est tout à fait normal de penser, par exemple, à l'existence d'un effet indirect de la gouvernance sur la performance. Enfin, nous pouvons suggérer que l'utilisation de modèles à équations simultanées qui étudie l'effet indirect de la gouvernance sur la performance pourrait donner plus de clarification sur la nature du lien entre la gouvernance et la performance.

BIBLIOGRAPHIE

1.1 Articles

- Adjaoud, F., Zeghal, D., Andaleeb, S. (2007). The Effect of Board's Quality on Performance: a study of Canadian firms. *Journal compilation Volume 15 Number 4 July*.
- André, P., Schiehl, E. (2004). Systèmes de gouvernance, actionnaires dominants et performance future des entreprises. *Finance Contrôle Stratégie – Volume 7, N° 2, juin*, p. 165 – 193.
- Andres, P., Azofra, V. et Lopez, F. (2005). Corporate boards in OECD countries: size, composition, functioning and effectiveness. Blackwell Publishing Ltd. Volume 13 Number 2 March.
- Bahagat, S. et Black (2001). The non-correlation between board independence and long term firm performance. *Journal of Corporation Law* 231-274.
- Bauer, R., Frijns, B., Otten, R. et Tourani-Rad, A. (2008). The impact of corporate governance on corporate performance: evidence from japan. *Pacific-Basin Finance Journal* 16 (2008) 236–251
- Bøhren, O., Ødegaard, B, A. (2001). Corporate governance and economic performance in Norwegian listed firms. téléchargeable sur: http://finance-old.bi.no/~governance/Report_Performance.pdf.
- Chatelin, C., Trébucq, S. (2003). Stabilité et évolution du cadre conceptuel en gouvernance d'entreprise : un essai de synthèse. Communication pour les neuvièmes journées d'histoire de la comptabilité et du management. Jeudi 20 et Vendredi 21 mars.
- Durnev, A., Kim, E. H. (2003). To steal or not to steal: Firm attributes, Legal environnement, and valuation. Current Draft: September 22, 2003.
- Eisenberg, T., Sundgren, S., Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics* 48 (1998) 35-54.
- Godard, L. (2001). La taille du conseil d'administration: déterminants et impact sur la performance. Cahier du FARGO n° 1010702, Juillet 2001.
- Gompers, P.A., Ishii, J.L., Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics* 118 (1) February (2003).
- Hermalin, B.E., Weisbach, M.S. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. *Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York*, issue Apr, pages 7-26

- Lehmann, E., Weigand, J. (2000). Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany. *European Finance Review* 4: 157–195, 2000. 2001 Kluwer Academic Publishers. Printed in the Netherlands.
- Mayer, C. (1996). Gouvernement d'entreprise, concurrence et performance. *Revue Economique*, Vol.2, No 27.
- Naciri, A. (2006). *Traité de gouvernance corporative*. Les presses de l'université LAVAL
- Peter, K. Shapiro, D., Young, J. (2005). Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: the Canadian Evidence”, *Corporate Governance*, vol. 13, n°6, p. 769-784.
- Rosenstein, S., Wyatt, J.G. (1990). Outside directors, board indépendence, and schareholder wealth. *Journal of financial economics* 26 (1990) 175-191. North Holland
- Shome, D.K. Singh, S. (1995). Firm value and external blockholdings. *Financial Management*, Vol. 24, No. 4, (Winter, 1995), pp. 3-14.
- Stine, R.A. (1995). Graphical interpretation of variance inflation factor. *The American Statistician*, 49.
- Weir, C., Laing, D., McKnight, P.J. (2002). Internal and External Governance Mechanisms: Their Impact on the Performance of Large UK Public Companies. *Journal of Business Finance and Accounting*, 29, 579–611.
- Wirtz, P. (2004). Meilleures pratiques de gouvernance, théorie de la firme et modèles de création de valeur : une appréciation critique des codes de bonne conduite. Cahier- 140- du FARGO n° 1040401. FARGO - Centre de recherche en Finance, Architecture et Gouvernance des Organisations.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of financial economics*, 40 (1996) p 185, 211.

1.2 Ouvrages

- Charreaux, G. (1996). Vers une théorie du gouvernement des entreprises. Chapitre 15, in G. Charreaux (ed.) : *Le gouvernement des entreprises*, Économica.
- Hansen, B.E. (2000). Sample splitting and threshold estimation. *Econometrica*, 68, 575-603.

1.3 Cahiers de recherche, rapports et communications dans des congrès

- Adjaoud, F., Mamoghli, C., Siala, F. (2007). La réputation de l'audit externe et les mécanismes de gouvernement d'entreprise : interactions et effet sur la performance. 28ème congrès de l'association Francophone de comptabilité.

- Belghith, I. (2008). Taxonomie de conseils d'administration et performance ; effet médiateur de l'enracinement et du conflit cognitif dans le cas des établissements hôteliers en Tunisie : proposition d'un cadre théorique. Journée Rochelaise de Recherche sur le Tourisme - 14 mars 2008 - Groupe Sup de Co La Rochelle.
- Ben Cheikh, S., Zarai, M, A. (2008). Importance des facteurs organisationnels sur le pouvoir managérial et la performance de la firme. Colloque international fiscalité droit gestion, 8, 9 et 10 Mai 2008.
- Black, B., Jang, H. et Kim, W. (2005). Does Corporate Governance Affect Firms' Market Values? Evidence from Korea. working paper N86/2005
- Bouri, A., Bouaziz, W. (2007). Indices de gouvernance actionnariale contre indices de gouvernance partenariale : application aux banques tunisiennes cotées. 4th International Finance Conference « Investissement & Financement : immatériel, TIC et valeur » 15-17 Mars 2007, Yasmine-Hammamet, Diar el Medina, Tunisie.
- Brown, L., Caylor, M. (2004). Corporate governance and firm performance. Working paper.
- Gruszczynski, M. (2005). Corporate governance and financial performance of companies in Poland. Warsaw School of Economics, Department of Applied Econometrics, Al. Niepodleglosci 164, 02-554 Warszawa, Poland, Working Paper No. 2-05.
- Hergli, M., Bellalah, M., Abdennadher, N. (2007). Gouvernance d'entreprise et valeurs de marché en Tunisie. 4th International Finance conference. 15-17 Mars 2007, Hammamat, Tunis.
- Louizi, A. (2007). Les pratiques de gouvernance et la performance des entreprises Françaises. XVIème Conférence Internationale de Management Stratégique, Montréal, 6-9 Juin 2007.
- Mejdoub, I. (2008). Mécanismes de gouvernance et performance financière des entreprises : un état de l'art. 7^{ème} Colloque International de la Recherche en Sciences de Gestion. Hôtel Le Royal, Hammamet les 13, 14 & 15 Mars 2008.

1.4 Mémoire de mastère

- Maâloul, A. (2008). Le rôle de la valeur ajoutée comme indicateur du capital intellectuel. Université de Sfax, mémoire pour l'obtention du diplôme de master en comptabilité.

1.5 Sites Web

<http://business.theglobeandmail.com/boardgames2007>

<http://www.canadianbusiness.com/rankings/investor500/list.jsp?showNum=50&pageID=list3&i500=1&type=a&listType=performance&year=&page=1&customView=&customCols=&content=www.google.com/finance>