



## De l'efficience de la gouvernance

**Ali El MIR\***

[Ali.Elmir@isg.rnu.tn](mailto:Ali.Elmir@isg.rnu.tn)

Institut Supérieur de Gestion de Tunis  
41, Rue de la Liberté, cité Bouchoucha, 2000 Bardo (Tunisie)  
Tél : (216) 71 561 854, Fax : (216) 71 568 767

**IMEN KHANCHEL**

[Imen\\_khanchel2002@yahoo.fr](mailto:Imen_khanchel2002@yahoo.fr)

Faculté de droit et des sciences économiques et politiques de Sousse  
4023 Cité Erriadh-SOUSSE- Tunisie  
Tél : (216) 73 232.666-73 232 769, Fax : (216) 73 234.477

### Résumé :

L'objectif de cette étude est d'identifier une gouvernance efficiente appréhendée par la structure de propriété (la fraction du capital détenue par le dirigeant, par les internes, par les investisseurs institutionnels et par les actionnaires majoritaires) et l'efficacité du contrôle exercé par le conseil d'administration (la fraction des administrateurs externes, le nombre de réunions du conseil d'administration, du comité de rémunération et du comité de nomination).

En nous basant sur un échantillon de 331 firmes américaines (extraites de Fortune 1000) cotées, pour la période 1994-2001, nous avons synthétisé les pratiques de gouvernance par un indice calculé selon une méthode non paramétrique. Nos résultats montrent que la majorité des entreprises sont moyennement efficaces. Ajoutons que nous avons pu mettre en évidence la sensibilité de la gouvernance efficiente aux bonnes pratiques. De plus nous avons identifié des correspondances entre le degré d'efficience en gouvernance et les caractéristiques financières. Enfin nous avons pu établir une règle de décision permettant à l'entreprise de connaître la fiabilité de son système de gouvernance.

Mots clés : gouvernance, efficience, bonnes pratiques, performance

## **De l'efficience de la gouvernance**

### Résumé :

L'objectif de cette étude est d'identifier une gouvernance efficiente appréhendée par la structure de propriété (la fraction du capital détenue par le dirigeant, par les internes, par les investisseurs institutionnels et par les actionnaires majoritaires) et l'efficacité du contrôle exercé par le conseil d'administration (la fraction des administrateurs externes, le nombre de réunions du conseil d'administration, du comité de rémunération et du comité de nomination).

En nous basant sur un échantillon de 331 firmes américaines (extraites de Fortune 1000) cotées, pour la période 1994-2001, nous avons synthétisé les pratiques de gouvernance par un indice calculé selon une méthode non paramétrique. Nos résultats montrent que la majorité des entreprises sont moyennement efficaces. Ajoutons que nous avons pu mettre en évidence la sensibilité de la gouvernance efficiente aux bonnes pratiques. De plus nous avons identifié des correspondances entre le degré d'efficience en gouvernance et les caractéristiques financières. Enfin nous avons pu établir une règle de décision permettant à l'entreprise de connaître la fiabilité de son système de gouvernance.

Mots clés : gouvernance, efficience, bonnes pratiques, performance

## INTRODUCTION

Depuis la publication du premier code de bonnes pratiques ( le rapport Cadbury en 1992), la gouvernance a été largement étudiée. L'effondrement de grandes entreprises américaines a été expliqué en grande partie par la faiblesse des systèmes de gouvernance au sein de ces firmes. En effet, comme l'indiquait Jamie Heard le dirigeant (CEO) de *Institutional Shareholders Services* « Les scandales qui ont eu lieu dernièrement révèlent la faiblesse de notre système de gouvernance ». Suite à ces scandales, les entreprises et les nations se sont posées plusieurs questions telles que : A t-on vraiment besoins de plus de réglementations, de contrôle et de bureaucratie ? Est-ce qu'une réglementation beaucoup plus rigide permet d'éviter le dysfonctionnement de la gouvernance et donc les scandales ? Comment peut on définir un bon système de gouvernance ? Plusieurs auteurs ont essayé de répondre à ces questions et par conséquent plusieurs définitions d'un système de gouvernance efficace ont été formulées. Dans ce contexte, « un système de gouvernance fiable est un système qui aligne les intérêts des dirigeants et des actionnaires et conduit à une maximisation de la richesse des actionnaires » (Gugler, Mueller et Yurtoglu (2003) page 3). Donc l'alignement des intérêts des deux parties (dirigeants et actionnaires) est plus commode dans les pays où les actionnaires peuvent aisément contrôler les dirigeants et où une prise de contrôle hostile peut avoir lieu si la performance de l'entreprise n'est pas satisfaisante.

Shleifer et Vishny (1997) montrent qu'un bon système de gouvernance est une combinaison adéquate de la protection légale des investisseurs et de la concentration de la structure de propriété.

L'étude de John et Kedia (2002) révèle qu'un système de gouvernance optimal est déterminé en fonction du degré de développement des institutions financières et des marchés.

Selon Almazon et Suarez (2003), un système de gouvernance fiable, est un système déterminé en fonction des motivations des dirigeants dans l'amélioration de la gestion de l'entreprise et en fonction de la politique de rémunération du dirigeant.

Dans cette lignée, plusieurs organisations se sont penchées sur la recherche des standards de gouvernance dont le but est le respect des droits des investisseurs, l'amélioration de la divulgation de l'information et le bon fonctionnement le rôle du conseil d'administration... Par conséquent une firme est considérée bien gouvernée si elle respecte ces standards. Dans le cas contraire sa gouvernance ne prend pas suffisamment en considération les intérêts des acteurs au sein de l'entreprise (Standard & Poor (2002)). Par exemple la *Security Exchange Commission* (SEC) a demandé plus de réflexions sur les

procédures d'informations financières des sociétés et le contrôle exercé par le conseil d'administration afin d'assurer la clarté et la sincérité des comptes. En conséquence, le *New York Stock Exchange* a établi un rapport en 2000<sup>1</sup> mettant en œuvre certaines recommandations visant à renforcer l'indépendance des comités d'audit. Ultérieurement et en s'inspirant de ces recommandations, la bourse de *New York* a publié un second rapport en 2002 fixant les principes de gouvernance que les firmes doivent respecter. Parmi ces principes, les firmes cotées au *New York Stock Exchange* doivent avoir d'abord des conseils d'administration dont la majorité des membres sont des indépendants. Ensuite les comités de nomination, de gouvernance et de rémunération doivent être composés uniquement d'indépendants. Enfin les membres du comité d'audit doivent être tous des indépendants et ne doivent pas recevoir d'autres honoraires relatifs à d'autres activités qu'ils exercent au sein de l'entreprise. Ajoutons que le dirigeant doit certifier chaque année qu'il n'est pas au courant et avisé des violations des standards fixés par le *New York Stock Exchange*. Le but de cet engagement de la part du dirigeant est d'assurer que les entreprises respectent les standards fixés par le NYSE.

Etant donné l'importance des standards de gouvernance et leur effet considérable sur la réputation de la firme et sa valeur, nous allons dans cette étude, déterminer des standards de gouvernance basés sur la performance. Notre objectif est donc de dégager la stratégie de gouvernance qui permet d'améliorer le niveau de performance. Notre recherche tente donc de répondre à la question suivante :

- Quelles sont les caractéristiques d'une gouvernance efficiente<sup>2</sup> si elle existe ?

Pour répondre à cette question nous allons d'abord identifier les standards de gouvernance dans le contexte américain et dans d'autres contextes (section 1). Ensuite nous présenterons notre méthodologie de recherche (section 2). Par la suite nous présenterons notre étude empirique et nos résultats (section 3).

## **1- L'EXISTENCE DE STANDARDS DE GOUVERNANCE REFLETES A TRAVERS UN INDICE**

Plusieurs études empiriques ont montré qu'il existe plusieurs structures de gouvernance dont certaines respectent les standards de bonnes pratiques. Ces derniers peuvent être par conséquent synthétisés à travers un indice reflétant ces pratiques.

---

<sup>1</sup> Ce rapport s'intitule « *Blue Ribbon Committee on Improving the Effectiveness of Corporate Audit Committees* ».

<sup>2</sup> La gouvernance est considérée efficiente si elle permet une maximisation de la valeur de la firme à travers une meilleure résolution des conflits d'intérêts entre les différentes parties.

D'ailleurs, et étant donnée que le but de l'étude de la qualité de la gouvernance est de satisfaire les besoins des investisseurs et de les protéger des manœuvres des dirigeants (Standard & Poor (2002)), plusieurs organismes ont mis à la disposition du public des indices de gouvernance. En effet, les investisseurs ne peuvent pas avoir une idée précise sur la gestion de l'entreprise en évaluant simplement les documents publiés. En ce sens que ces acteurs (les investisseurs) ont besoin de connaître d'une part la nature des relations qui lient les administrateurs (et particulièrement les indépendants) et d'autre part le lien entre ces derniers et le dirigeant. Ajoutons que les investisseurs voudraient bien connaître la contribution des administrateurs dans la résolution des problèmes et le contrôle des décisions qui peuvent affecter la gestion. Enfin il est à noter que les investisseurs se posent des questions sur la détermination de la politique de rémunération et sur le fonctionnement du comité d'audit.

Parmi les organismes ayant calculé un score de gouvernance, nous citons Standard & Poor (2002) dont l'indice est basé sur la transparence et la bonne divulgation des informations<sup>3</sup>. Ainsi ce dernier «*est une synthèse des politiques internationales, des procédures actuelles et de la gouvernance*». Dans cette étude, Standard & Poor (2002) suppose que la qualité de la gouvernance peut être étudiée en se basant sur la structure de propriété et sa concentration, la nature des relations qui lient les différents acteurs, la transparence et la divulgation de l'information et la structure du conseil d'administration et son fonctionnement.

De manière similaire, *l'Institutionnal Shareholders service* (ISS) a développé en 2003 un indice de gouvernance prenant en considération 61 variables relatives au conseil d'administration, la rémunération du dirigeant, la structure de propriété, les pilules empoisonnées, la structure de capital et autres facteurs qualitatifs ( l'âge de la retraite des administrateurs, les réunions des administrateurs externes, le plan de succession du dirigeant..)

Dans la même lignée, CLSA (*Crédit Lyonnais Securities Asia*) a établi en 2001 un indice de gouvernance pour 495 firmes appartenant à 25 marchés émergents et 18 secteurs. Cet indice est calculé en se basant sur 57 questions binaires<sup>4</sup> relatives à la discipline des dirigeants, la transparence de l'information, la structure et le fonctionnement du conseil d'administration, la responsabilité et l'impartialité du comité d'audit... Il est à remarquer que

---

<sup>3</sup> Cet indice est calculé en se basant sur une échelle allant de 1 à 10 où un indice égal à 1 est attribué aux firmes dont la gouvernance ne prend pas suffisamment en considération les intérêts des acteurs au sein de l'entreprise alors qu'un indice égal à 10 est attribué aux firmes dont les pratiques de gouvernance sont les meilleures.

<sup>4</sup> C'est à dire des questions dont la réponse est oui ou non

70% de ces questions sont objectives alors que le reste nécessite une interprétation de la part de l'analyste. Il est aussi à signaler que cet organisme sélectionne les firmes de grande taille qui attirent les investisseurs institutionnels afin d'évaluer leur gouvernance<sup>5</sup>. Néanmoins selon plusieurs études (Dunerv et Kim (2003), il y a un biais de sélectivité dans le calcul de l'indice de CLSA<sup>6</sup>.

Il est aussi à remarquer que certaines études se sont basées sur les indices calculés par les organismes cités afin de mener leurs études. Par exemple en utilisant les indices de CLSA (2001) et S&P (2002), Dunerv et Kim (2003) montrent que les firmes ayant une bonne gouvernance investissent beaucoup plus que les autres firmes et ont une valeur élevée sur le marché. Les auteurs montrent aussi que les bonnes opportunités d'investissement, le recours aux sources de financement externes et une structure de propriété concentrée améliorent la qualité de la gouvernance. Un tel effet est plus important dans les pays où la protection légale est faible<sup>7</sup>. Enfin Dunerv et Kim (2003) montrent que les firmes appartenant à une nation où la protection légale est faible ont des structures de gouvernance non optimales. Néanmoins la qualité de la gouvernance s'améliore dans les pays à forte protection légale.

D'autres recherches (Felton, Hudnut et Heeckeren (1996), Byrne (1996)) ont essayé de synthétiser le contrôle assuré par le conseil d'administration par un indice. Ces études montrent que les firmes doivent avoir en premier lieu un nombre suffisant d'administrateurs externes. En deuxième lieu les conseils d'administration doivent comprendre des administrateurs indépendants n'ayant aucun rapport avec le dirigeant. En troisième lieu les administrateurs doivent posséder une fraction considérable des actions, doivent recevoir une partie de leur salaire sous forme d'actions et doivent être évalués d'une manière formelle. Enfin cet organe de contrôle interne doit répondre aux attentes des investisseurs. Ainsi les firmes ayant toutes ces caractéristiques se distinguent des autres entreprises par leur indice de gouvernance élevé. Il est aussi à remarquer que ces dernières, en plus des caractéristiques citées, ont d'autres attributs communs (Byrne (1996)). D'abord ces entreprises évaluent la

---

<sup>5</sup> Dans ce contexte Palepu, Khanna et Kogan (2002) ont essayé de chercher les facteurs déterminants de la sélection des firmes objet de l'étude de CLSA (2001). Parmi les facteurs identifiés, nous citons les firmes de grandes taille et celles où les intérêts des investisseurs sont importants.

<sup>6</sup> Selon Dunerv et Kim (2003) les firmes qui vont coopérer avec CLSA en vue d'évaluer leur structure de contrôle sont les firmes qui ont une bonne gouvernance. Ces auteurs montrent aussi que les agences de rating, en général, ont intérêt à choisir les firmes dont le calcul du *score* de gouvernance est facile. Néanmoins selon cette recherche, les entreprises ont intérêt à coopérer car l'exclusion de la firme de l'évaluation est considérée comme une pénalité ce qui affecte négativement sa réputation. Enfin Dunerv et Kim (2003) soulignent que l'un des intérêts des agences de rating est l'évaluation des firmes ayant des caractéristiques différentes ce qui n'est pas le cas pour l'étude menée par CLSA (2001).

<sup>7</sup> Dunerv et Kim (2003) ont essayé d'expliquer ce résultat par les efforts des firmes à structurer leur gouvernance afin de tirer profit des bonnes opportunités d'investissement et en vue de compenser l'effet de la faible protection légale sur la capacité de financement externe.

performance du dirigeant annuellement et lie une fraction de sa rémunération à la performance. Ensuite au sein de ces firmes l'âge de la retraite des administrateurs est fixé à 70 ans. Ajoutons que les membres du conseil d'administration sont évalués chaque année.

D'autres études ont calculé des indices de gouvernance en se basant sur plusieurs critères. Parmi les critères les plus utilisés nous citons la transparence et la divulgation de l'information (Black, 2001 ; Camops, Newell et Wilson, 2002 ; Alves et Mendes, 2002 ; Pajuste, 2002 ; Black, Jang et Kim, 2003 ; Drobetz, Schillhofer et Zimmermann, 2003), les pratiques du conseil d'administration et en particulier les réunions, la dualité du dirigeant et la présence des administrateurs externes (Camops, Newell et Wilson, 2002 ; Alves et Mendes, 2002 ; Black, Jang et Kim, 2003 ; Drobetz, Schillhofer et Zimmermann, 2003) et la structure de propriété (Black, 2001 ; Camops, Newell et Wilson, 2002 ; Black, Jang et Kim, 2003).

Néanmoins chaque étude se distingue des autres en incorporant un élément bien spécifique de la gouvernance. Par exemple les études de Black, Jang et Kim (2003), Drobetz, Schillhofer et Zimmermann (2003) ont incorporé le comité d'audit et l'audit interne comme élément spécifique à leur étude.

De manière similaire Black (2001) a pris en considération d'autres éléments, mis à part ceux cités ci-dessus et qui sont relatifs aux fusions-acquisitions, le risque de faillite, l'existence d'actionnaires étrangers et la nature de la relation qui lie les dirigeants et les actionnaires.

D'autres recherches (Alves et Mendes, 2002 ; Black, Jang et Kim, 2003 ; Drobetz, Schillhofer et Zimmermann, 2003) ont jugé nécessaire d'introduire d'autres variables pour calculer l'indice de gouvernance dont nous citons la représentation des actionnaires, leurs droits et en particulier le droit de vote. Enfin Pajuste (2002) juge que la réglementation du marché contribue dans la détermination de la qualité de la gestion et du contrôle.

Il est aussi à remarquer que certains auteurs ont essayé de synthétiser les pratiques de gouvernance en se basant sur un échantillon bien spécifique. Par exemple, Palepu, Khanna et Kogan (2002) calculent un *score* de gouvernance pour les firmes de l'Inde, caractérisées par une expropriation des minoritaires ou par d'autres problèmes de gouvernance. Les résultats de cette étude montrent que lorsqu'une firme a un indice de gouvernance élevé son système de contrôle est très proche du système anglo-saxon (importance de la divulgation de l'information, les conseils d'administration sont composés d'administrateurs externes et indépendants...). Ce résultat vient infirmer ceux des études empiriques antérieures qui montrent que pour les dirigeants des entreprises appartenant aux marchés émergents les

standards de gouvernance, et en particulier ceux des modèles américains et britanniques, ne peuvent pas être appliqués au sein de ces firmes et ceci en raison des différences de culture.

L'étude de Bai, Liu, Lu, Song et Zhang (2003) se distingue des autres études. En effet, les auteurs se sont basés sur huit variables de gouvernance classées en deux catégories selon leur contribution dans l'amélioration de la gouvernance. La première catégorie prend en considération les variables qui sont supposées avoir un effet négatif sur la gouvernance à savoir le pourcentage de capital détenu par le premier actionnaire et trois variables binaires traduisant s'il y a dualité du dirigeant, si le premier actionnaire est l'Etat et enfin si la firme est une filiale. La deuxième catégorie englobe les variables qui contribuent à l'amélioration de la gouvernance tels que la proportion des administrateurs externes, le pourcentage du capital détenu par les responsables de la direction les plus importants et le degré de concentration du capital. A partir de l'indice calculé<sup>8</sup> les auteurs ont pu vérifier que la catégorie 1 contribue négativement à l'amélioration de la gouvernance alors que la catégorie 2 permet d'avoir une bonne gouvernance.

Mohanty (2003) adopte une autre démarche dans le calcul de l'indice de gouvernance. Cette démarche repose sur la définition d'une bonne gouvernance. Selon Mohanty (2003) une firme ayant une bonne gouvernance est une firme qui paie des impôts à l'Etat. Il s'en suit que le comportement de l'entreprise peut prendre trois formes à savoir la forme positive, négative et neutre qui diffèrent selon le degré de prise en considération des intérêts des 'stakeholders' (respectivement :élevé, approprié, réduit).

Ainsi en essayant d'identifier la nature de la relation de la firme avec chaque acteur Mohanty (2003) a pu construire une matrice prenant en considération sept acteurs<sup>9</sup> et les trois formes définies. Une telle matrice met en évidence 19 relations liant l'entreprise et son environnement. Il est à remarquer que cette étude se distingue des autres études citées ci-dessus par la méthode de calcul de l'indice. Plus spécifiquement Mohanty (2003) calcule un *score* de gouvernance en attribuant des pondérations différentes pour chaque acteur et pour chaque forme de gouvernance<sup>10</sup>. Néanmoins cette méthode n'est pas objective car un

---

<sup>8</sup> Bai, Liu, Lu, Song et Zhang (2003) ont eu recours à une analyse en composante principale pour synthétiser les informations relatives à la gouvernance en un seul axe reflétant les pratiques de gouvernance au sein de 1004 entreprises (représentant 95% des firmes cotées en Chine). Selon les auteurs une analyse factorielle permet d'identifier une combinaison linéaire des huit variables retenues représentant la variation de ces dernières.

<sup>9</sup> Les acteurs sont : actionnaires, créanciers, employés, clients, fournisseurs, état et la société

<sup>10</sup> Par exemple pour la relation de la firme avec les actionnaires, Mohanty (2003) attribue des poids égaux à 10,0 et -15 respectivement pour la forme positive, neutre et négative. Ces poids changent si nous considérons par exemple comme acteur les employés et donc les poids seront respectivement 2,0 et -3 (pour la forme positive, neutre et négative).

changement des pondérations des 19 critères de gouvernance retenus a pour conséquence des indices différents ( et probablement des conclusions différentes)

Enfin Gompers, Ishi et Metrick (2003) calculent un indice de gouvernance basé sur 24 clauses ayant pour but de réduire le droit des actionnaires en cas de prise de contrôle où ces clauses sont représentées par des variables binaires. Ainsi si la firme opte pour la clause en question les auteurs lui attribuent un point au *score* calculé. Dans le cas contraire le *score* reste inchangé. Donc selon les auteurs, l'adoption d'une clause visant à réduire les droits des actionnaires peut être interprétée comme une augmentation du pouvoir des dirigeants.

Ayant calculé ces indices de gouvernance, différentes études et en particulier l'étude de CLSA (2001) montrent que les firmes ayant un indice de gouvernance élevé ont un rendement des actions important. Néanmoins de tels résultats ont été critiqués par plusieurs études (telles que Klapper et Love (2002))<sup>11</sup>. Une telle conclusion a été affirmée par les recherches qui ont développé leurs propres indices (Black, 2001 ; Alves et Mendes, 2002 ; Camops, Newell et Wilson, 2002 ; Black, Jang et Kim, 2003 ; Bai, Liu, Lu, Song et Zhang, 2003 ; Drobetz, Schillhofer et Zimmermann , 2003 ; Mohanty, 2003).

En nous basant sur les résultats de ces études, nous pouvons conclure que « *les firmes performantes choisissent plus que les autres une bonne structure de gouvernance* »(Drobetz, Schillhofer et Zimmermann (2003) p 21). Une telle conclusion peut être expliquée de deux manières:

- Selon les internes la bonne gouvernance va permettre d'atteindre un niveau de performance plus élevé.
- Les firmes adoptent une bonne gouvernance afin de signaler le bon comportement (non opportuniste) des internes. Dans ce cas c'est le signal de la qualité de gestion (et non pas les pratiques de gouvernance) qui affecte la valeur de la firme.

Par ailleurs il est à signaler que certaines études (Pajuste, 2002) montrent que bien qu'un indice de gouvernance élevé entraîne un volume de transactions plus important et une grande activité sur le marché, il n'a aucun effet sur le rendement des actions.

---

<sup>11</sup> Selon Klapper et Love (2002) le rendement des actions utilisé dans l'étude de CLSA (2001) présente des limites. La première limite est la volatilité importante des rendements dans les marchés émergents durant les dernières années et en particulier en Asie. La deuxième limite est l'inefficacité des marchés : Les firmes ayant un indice de gouvernance faible réalisent des rendements des actions moins importants que les autres firmes qui peut être expliqué beaucoup plus par l'inefficacité des marchés que par le risque dû à des pratiques de gouvernance non adéquates et donc il faut rémunérer ce risque supplémentaire sous forme de rendement plus important.

De l'autre côté d'autres recherches (Drobetz, Schillhofer et Zimmermann, 2003, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny, 2002) montrent que les firmes n'ayant pas une bonne gouvernance sont pénalisées sur le marché (enregistrent une performance faible).

Ainsi à partir de cette revue de la littérature, nous remarquons que l'indice calculé suppose généralement que les différentes composantes de la gouvernance contribuent de la même façon dans l'amélioration de la qualité de cette dernière. Ajoutons qu'il y a une grande divergence concernant les variables retenues pour calculer l'indice de gouvernance. Par conséquent nous allons essayer de contribuer à la littérature en présentant une méthode qui permet de remédier aux limites citées. En effet, la démarche utilisée dans notre étude nous permet de tenir compte, d'une part, des relations endogènes et non linéaires entre les différents aspects de la gouvernance et la performance. D'autre part, elle nous permet de déterminer une frontière des bonnes pratiques qui englobent les firmes dont la combinaison des pratiques permet d'atteindre un niveau élevé de performance.

## **2- METHODOLOGIE DE RECHERCHE**

### **2-1- L'ECHANTILLON**

Afin d'atteindre l'objectif de l'étude, nous avons constitué un échantillon de firmes américaines appartenant à fortune 1000 (c'est à dire les 1000 plus grandes entreprises américaines) pour une période qui s'étale sur huit ans de 1994 à 2001. Les données financières et de performance ont été extraites des rapports annuels, des bilans et des états de résultats du site de 'edgarscan'. Les données de gouvernance ont été collectées manuellement des rapports des mandataires. Plus spécifiquement l'échantillon exclut les firmes dont les données financières ou de gouvernance ne sont pas disponibles pour une année de notre période d'étude et les institutions financières (les banques et les compagnies d'assurance) car ces firmes présentent une nomenclature des comptes spécifiques. En tenant compte de ces critères notre échantillon final comprend 331 entreprises correspondant à 2648 observations.

### **2-2- LES VARIABLES UTILISEES**

Les variables utilisées peuvent être divisées en variables de gouvernance et variables relatives aux caractéristiques des firmes. Les tableaux ci-dessous résument ces dernières

Tableau 1 : Présentation des variables de gouvernance

<i>Variables</i>	<i>Abréviation</i>	<i>Mesure retenue</i>
<b><u>Efficacité et activité du conseil d'administration :</u></b>		
Réunions du conseil d'administration	REUNCA	Nombre de réunions du conseil d'administration.
Réunions du comité de nominations	REUNOM	Nombre de réunions du comité de nominations.
Réunions du comité de rémunération	REUNREM	Nombre de réunions du comité de rémunération.
Administrateurs externes	ADMEXTER	Fraction des administrateurs dans le conseil d'administration.
<b><u>Structure de propriété :</u></b>		
Propriété du dirigeant	PROPCEO	Fraction du capital détenue par le dirigeant.
Propriété managériale	PROPINTER	Fraction du capital détenue par les dirigeants et les membres du conseil d'administration <sup>12</sup> .
Propriété des institutionnels	PROPINSTIT	Fraction du capital détenue par les investisseurs institutionnels.
Propriété des actionnaires majoritaires	PROPMAJO	Fraction du capital détenue par les actionnaires externes ayant plus que 5% <sup>13</sup> .
Nombre d'actionnaires majoritaires	NBRMAJOR	Nombre d'actionnaires majoritaires

Tableau 2 : Les variables relatives aux autres caractéristiques des entreprises

<i>Variables</i>	<i>abréviation</i>	<i>Mesure retenue</i>
La croissance	CROIS	La croissance des ventes.
Les actifs intangibles	DISCR	Les dépenses en recherches et développement/ actif total.
L'endettement	ENDETT	La valeur comptable des dettes à long terme/ actif total
La taille	TAILLE	Lg (total actif).
Le dividende	DIVIDE	Le dividende par action * nombre d'actions

### 3- ETUDE EMPIRIQUE ET RESULTATS

#### 3-1- CALCUL DES SCORES DE GOUVERNANCE SELON LA METHODE D'ENVELOPPEMENT DES DONNEES

Etant donné que les méthodes utilisées par les études antérieures afin de synthétiser les pratiques de gouvernance présentent des limites. Nous allons remédier à ces dernières en adoptant une autre démarche. En effet, nous adoptons la méthode d'enveloppement des données (DEA) afin de calculer des indices de gouvernance traduisant l'efficacité de cette dernière. Plus spécifiquement l'idée de base de la méthode DEA est la détermination d'une

<sup>12</sup> Une telle définition a été avancée par Holderness (2003)

<sup>13</sup> Selon Holderness (2003) un actionnaire est considéré comme étant majoritaire s'il détient au moins 5% du capital.

frontière représentant les « meilleures pratiques » : l'*input* permettant de maximiser l'*output*. Une telle méthode permet d'évaluer l'efficacité de N unités de prise de décisions. Comme technique non paramétrique, la méthode DEA n'exige pas une spécification explicite de la relation liant l'*input* à l'*output*. Dans ce contexte, notre analyse empirique consiste à considérer la gouvernance comme étant un *input* et la performance comme étant l'*output*. Ainsi pour chaque firme nous allons calculer un *score* d'efficacité qui mesure la distance qui sépare cette entreprise de la frontière efficiente. Il est à signaler que la méthode DEA est basée sur les techniques de programmation linéaire. Dans notre étude l'efficacité d'une firme pendant l'année t est calculée en comparant cette efficacité à celle de toutes les autres firmes pendant la même année<sup>14</sup>. Plus spécifiquement nous allons déterminer l'efficacité des firmes chaque année en nous basant sur la technique non orientée (cette technique est utilisée quand les *inputs* et les *outputs* peuvent être améliorés simultanément).

Dans cette étude, les entreprises représentent les unités de prise de décisions. Chaque firme est caractérisée par son système de gouvernance appréhendé par les variables relatives à la structure de propriété, l'efficacité et l'activité du conseil d'administration :

Comme nous l'avons signalé ci-dessus les *outputs* sont relatifs à la performance appréhendée par le Q de Tobin et le rendement des fonds propres. En calculant les *scores* d'efficacité nous obtenons les résultats suivants :

Tableau 3 : Les indices de gouvernance calculés

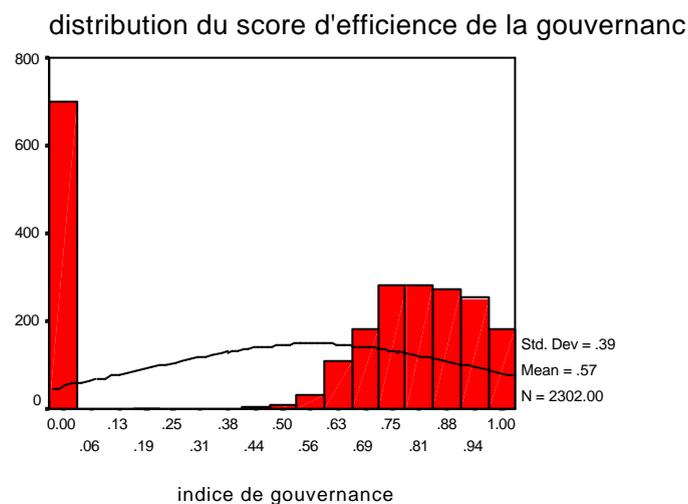
	Nombre de firmes efficientes	Moyenne	Ecart type	Maximum	Minimum
1994	13	0.568	0.384	1	0
1995	2	0.566	0.361	1	0
1996	7	0.537	0.406	1	0
1997	10	0.574	0.407	1	0
1998	8	0.59	0.389	1	0
1999	10	0.599	0.376	1	0
2000	4	0.55	0.389	1	0

D'après le tableau 3, nous constatons qu'en moyenne les firmes ne sont pas très efficaces (une firme efficace a une combinaison des pratiques de gouvernance qui permet de maximiser la performance et permet par conséquent de minimiser les coûts d'agence) puisque chaque année la moyenne des *score* de gouvernance n'excède pas 0,6. Il est aussi à

<sup>14</sup> Une autre possibilité consiste à ne pas tenir compte de l'effet temps (c'est à dire des années) et nous calculons l'efficacité pour n'importe quelle observation ( en négligeant l'année). Ainsi nous pouvons tracer la frontière des bonnes pratiques de gouvernance pour l'échantillon. Néanmoins cette approche suppose que la technologie (facteur déterminant dans la méthode DEA) n'a pas changé considérablement sur la période 1994-2001 et que la frontière efficiente est la même sur toute la période considérée. Cependant et étant donné que ces hypothèses ne sont pas réalistes, nous n'allons pas utiliser cette approche

remarquer que durant l'année 1994 le nombre de firmes efficaces est le plus élevé (soit 13 firmes). L'année suivante, 1995, le nombre de ces dernières atteint le minimum (pour notre période d'étude ) soit deux firmes qui ont un système de gouvernance qui permet de maximiser la performance. De plus en examinant la distribution des *scores* de gouvernance présentés ci-dessous, nous constatons que cette dernière n'est pas symétrique. Plus spécifiquement, nous remarquons que la non efficacité des structures de gouvernance est une caractéristique prépondérante dans notre étude. En effet, environ 700 observations ont des structures de gouvernance qui ne reflètent pas les meilleures pratiques (en terme de maximisation de la performance) et ont par conséquent des indices de gouvernance très faible. Les résultats montrent aussi que toutes les autres firmes (c'est à dire en excluant les firmes non efficaces ; Ayant des *scores* faibles) ont des indices de gouvernance qui sont proches de 0,4. En effet, 900 observations ont des indices de gouvernance qui se situent entre 0,72 et 0,91. Nous pouvons donc conclure qu'il y a une forte concentration des indices de gouvernance entre 0,66 et 0,97.

Figure 1



Ayant calculé des *scores* d'efficace selon la Méthode d'Enveloppement des Données, nous allons essayer d'établir des correspondances entre les *scores* de gouvernance et les caractéristiques de la firme afin de construire un arbre de décision permettant de dégager les caractéristiques de toutes les firmes (efficaces ou non) ; C'est à dire quel que soit leur *score* de gouvernance. Pour ce faire nous nous basons sur le test de comparaison des moyennes à un facteur afin de démontrer que les caractéristiques des firmes changent selon le niveau d'efficace enregistré. Une telle méthode nous permet d'effectuer une analyse de la variance univariée pour des variables quantitatives (variables dépendantes) en nous basant sur une variable qualitative (variable indépendante) prenant plusieurs valeurs. Dans notre cas, la

variable qualitative est le *score* d'efficacité appréhendé par une variable continue dont les valeurs se situent entre zéro et un. Pour les besoins de notre étude nous allons convertir cette variable quantitative en une variable qualitative. Afin d'atteindre cet objectif, nous nous sommes basés sur la distribution des *scores* de gouvernance présentés ci-dessus. En effet, uniquement 700 observations ont un indice de gouvernance proche de zéro. Pour les autres observations l'indice calculé est supérieur à 0,4 tout en étant inférieur ou égal à un. Par conséquent nous avons formé trois classes de firmes : La première classe (notée C1) correspond aux entreprises dont le *score* de gouvernance est inférieur à 0,25. La deuxième classe (notée C2) englobe toutes les firmes dont le *score* est inférieur à 0,75 tout en étant supérieur à 0,25. La troisième classe (notée C3) est constituée de toutes les autres firmes (c'est à dire les firmes dont l'indice de gouvernance se situe entre 0,75 et 1). Les variables quantitatives retenues sont relatives aux caractéristiques financières, la structure de propriété et la qualité du contrôle interne. Le but de l'utilisation des variables de gouvernance dans l'analyse actuelle est de cerner le degré de contribution de ces dernières dans la détermination de la bonne gouvernance et par conséquent dans l'amélioration de la performance.

Les résultats du test de comparaison des moyennes sont présentées ci-dessous.

Tableau 4 : Comparaison des caractéristiques financières des trois classes de gouvernance

	<b>Classe 1 (c1)</b>	<b>Classe 2 (c2)</b>	<b>Classe 3 (c3)</b>	<b>Différence (c1,c2)</b>	<b>Différence (c1,c3)</b>	<b>Différence (c2,c3)</b>
CROIS	0.62591	-2.04087	0.75519	2.66678	-0.12928	-2.79606
ENDETT	0.22419	0.24383	0.47869	-0.01964	-0.2545	-0.23486
DIVIDE	6.30E+09	6.10E+07	1.70E+08	6.23E+08**	6.13E+09**	-1.09E+08
TAILLE	9.4986	9.3107	9.428	0.1879***	0.0706*	-0.1173***
DISCR	4.0219	2.54E-02	3.50E-02	3.99647	3.98692	-0.00955

\*\*, \*\*\* : Significatif au seuil de 5 et 1%

Les résultats montrent que parmi les variables financières retenues, seuls le dividende et la taille diffèrent selon l'appartenance à l'un des trois groupes présentés ci-dessus.

Plus spécifiquement, les résultats montrent que :

- La classe 1 (C1) se distingue des deux autres classes (C2 et C3) par le niveau de dividende distribué et par la taille. En effet, le test de comparaison des moyennes nous permet d'affirmer que les entreprises dont l'indice de gouvernance est le plus faible se différencie des autres firmes par le niveau élevé de dividende distribué et par leur taille importante.
- La taille est un facteur déterminant qui permet de distinguer les entreprises de la classe 2 (C2) de celles de la classe 3 (C3). Certes, les firmes moyennement efficaces ont une taille moins importante que celles des firmes les plus efficaces.

- La croissance de la firme et les dépenses discrétionnaires ne semblent pas varier selon le degré d'efficacité de la gouvernance

Les résultats mettent aussi en évidence que la structure de propriété est un facteur déterminant de la 'bonne' gouvernance.

Tableau 5 : Comparaison de la structure de propriété des trois classes de gouvernance

	<b>Classe 1 (c1)</b>	<b>Classe 2 (c2)</b>	<b>Classe 3 (c3)</b>	<b>Différence (c1,c2)</b>	<b>Différence (c1,c3)</b>	<b>Différence (c2,c3)</b>
PROPCEO	4.90E-02	7.70E-02	4.41E-02	-2.80E-02***	4.96E-03	3.29E-02***
PROPINTER	0.10673	0.13243	0.10086	-2.57E-02***	5.87E-03	3.16E-02***
PROPINSTIT	9.48E-02	0.21915	0.15835	-1.24E-01***	-6.35E-02***	6.08E-02***
PROPMAJO	0.1371	0.24265	0.19425	-1.06E-01***	-5.72E-02***	4.84E-02***
NBRMAJOR	1.32	2.73	1.88	-1.41***	-5.60E-01***	8.50E-01***

\*\*\* : Significatif au seuil de 1%

- Les firmes de la classe 1 n'attirent pas les investisseurs institutionnels et les actionnaires majoritaires. En effet, la proportion du capital détenue par les investisseurs institutionnels et les actionnaires majoritaires est beaucoup plus importante pour les entreprises appartenant à la classe 2 et à la classe 3 par rapport aux entreprises de la classe 1. Donc nous pouvons conclure que ces acteurs préfèrent investir dans les entreprises où les pratiques de gouvernance contribuent moyennement ou fortement à l'amélioration de la performance (c'est à dire la classe 2 et la classe 3). En nous basant sur le test de comparaison de moyenne nous pouvons déjà constater l'attitude des investisseurs vis-à-vis de la bonne gouvernance et donc nous pouvons confirmer les résultats de (Giannetti et Simonov ,2003 ; Morck, Yeung et Yu, 2000 ; Demirag et Solomon;2003) et les recommandations de certains codes (rapport Cadbury,1992 ; le code de 'best practices',1999).
- Pour les firmes appartenant à la classe 2, la proportion du capital détenue d'une part par les internes et les administrateurs et d'autre part par le dirigeant est beaucoup plus élevée que celles des firmes de la classe 1 et la classe 3. Donc nous pouvons dire que les administrateurs et les internes préfèrent investir dans les firmes moyennement performantes.

Enfin les résultats montrent que toutes les variables relatives à l'organe de contrôle interne ( y inclus les comités) sont significatives :

Tableau 6 : Comparaison des caractéristiques du conseil d'administration  
des trois classes de gouvernance

	<b>Classe 1 (c1)</b>	<b>Classe 2 (c2)</b>	<b>Classe 3 (c3)</b>	<b>Différence (c1,c2)</b>	<b>Différence (c1,c3)</b>	<b>Différence (c2,c3)</b>
REUNCA	6.34	8.17	6.87	-1.83***	-0.53***	1.3***
REUNOM	0.78	1.57	1.25	-0.79***	-0.47***	0.32***
REUREM	3.48	4.87	4.22	-1.39***	-0.74***	0.65***
ADMEXTER	0.7483	0.8418	0.8061	-0.0935***	-0.0578***	0.0357***
TAILLECA	10.42	10.38	10.54	0.04	-0.12	-0.16

\*\*\* : Significatif au seuil de 1%

D'après le tableau 6, nous remarquons que toutes les variables relatives à l'organe de contrôle interne ( y inclus les comités) sont significatives à l'exception de la taille du conseil d'administration qui ne présente aucune différence significative entre les trois classes de gouvernance.

- Les firmes de la classe 2 (C2) se distinguent des autres firmes par un nombre de réunions beaucoup plus élevé du conseil d'administration, du comité de nomination et du comité de rémunération. Ajoutons que ces firmes qui sont moyennement efficaces ont un organe de contrôle interne qui comprend beaucoup plus d'administrateurs externes par rapport aux autres firmes.
- Les firmes ayant une 'bonne' gouvernance (c'est à dire celles appartenant à la classe 3), se distinguent de celles dont la qualité de la gouvernance n'est pas bonne (c'est à dire les firmes de la classe 1) par la meilleure qualité du contrôle. Plus spécifiquement, les firmes de la classe 3 se différencient de celles de la classe 1 par un nombre de réunions du conseil d'administration, du comité de rémunération et du comité de nomination beaucoup plus élevé. Ajoutons que la fraction des administrateurs externes permet de discriminer les deux classes extrêmes. Ces résultats appuient certaines recommandations des codes de bonnes conduites (rapport Cadbury, 1992 ; le code de 'best practices',1999).

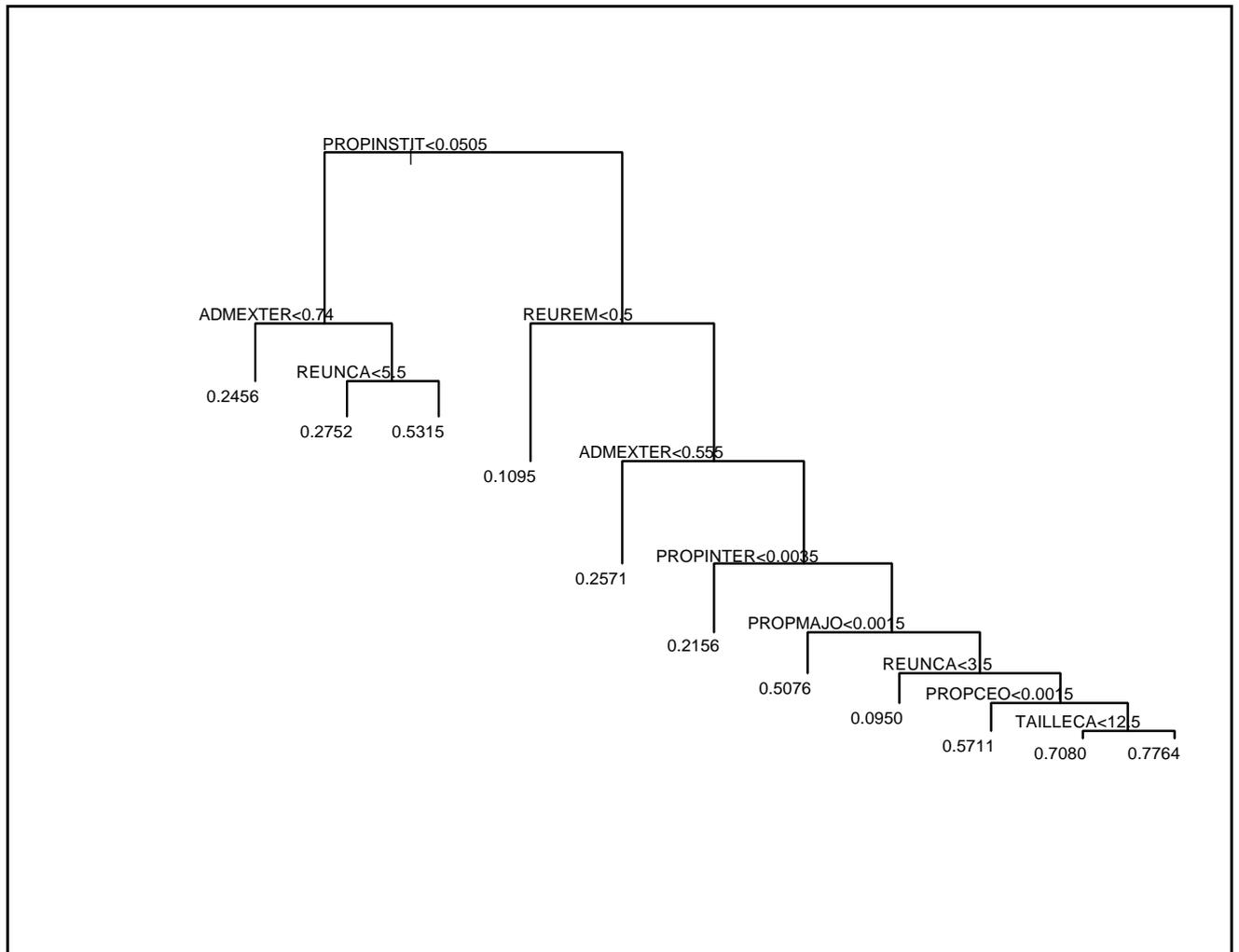
Ayant démontré que la gouvernance contribue différemment dans l'amélioration de la performance, nous allons essayer de construire un arbre de décision permettant de connaître les caractéristiques d'une firme bien particulière quelque soit son niveau d'efficacité. Le but de l'établissement de cet arbre de décision est de permettre aux entreprises quelque soit leur degré d'efficacité de connaître les facteurs déterminants de

son système de contrôle. Plus spécifiquement et tout étant égal par ailleurs, nous allons essayer d'établir une règle de décision permettant à l'entreprise de connaître son niveau d'efficacité en se basant sur certaines caractéristiques relatives à la stratégie de gouvernance adoptée par cette dernière. Les résultats obtenus sont ci-dessous :

Tableau 7 : Arbre de décision établi selon le niveau d'efficacité

```
tree(formula = V1 ~ TAILLECA + REUNCA + REUREM + PROPINTER + PROPCEO + PROPINSTIT +
PROPMAJO + ADMEXTER, data = govbase, na.action =
na.exclude, mincut = 5, minsize = 30, mindev = 0.2)
Number of terminal nodes: 11
Residual mean deviance: 0.1195 = 259.9 / 2176
Distribution of residuals:
Min. 1st Qu. Median Mean 3rd Qu. Max.
-0.7764 -0.2456 0.05199 1.842e-016 0.2261 0.8905
node), split, n, deviance, yval. * denotes terminal node
1) root 2187 341.0000 0.5640
2) PROPINSTIT<0.0505 587 114.8000 0.4047
4) ADMEXTER<0.74 185 31.1300 0.2456 *
5) ADMEXTER>0.74 402 76.8500 0.4779
10) REUNCA<5.5 84 15.2400 0.2752 *
11) REUNCA>5.5 318 57.2500 0.5315 *
3) PROPINSTIT>0.0505 1600 205.8000 0.6224
6) REUREM<0.5 60 5.4760 0.1095 *
7) REUREM>0.5 1540 184.0000 0.6424
14) ADMEXTER<0.555 79 13.6900 0.2571 *
15) ADMEXTER>0.555 1461 157.9000 0.6632
30) PROPINTER<0.0035 39 6.0630 0.2156 *
31) PROPINTER>0.0035 1422 143.8000 0.6755
62) PROPMAJO<0.0015 158 29.2300 0.5076 *
63) PROPMAJO>0.0015 1264 109.6000 0.6965
126) REUNCA<3.5 10 0.8122 0.0950 *
127) REUNCA>3.5 1254 105.1000 0.7013
254) PROPCEO<0.0015 167 28.8800 0.5711 *
255) PROPCEO>0.0015 1087 72.9700 0.7213
510) TAILLECA<12.5 876 64.1200 0.7080 *
511) TAILLECA>12.5 211 8.0520 0.7764 *
```

Figure 2 : Présentation de l'arbre de décision



Cet arbre de décision a été tracé en prenant en considération 2187 observations décomposées en onze groupes dont la contribution de la gouvernance dans l'amélioration de la performance diffère et par conséquent les *scores* d'efficacité ou de gouvernance sont différents.

G1, G2 et G3 ont une faible proportion du capital détenue par les investisseurs institutionnels. De plus G1 dont le *score* de gouvernance n'excède pas 0,2456 se caractérise par une présence des administrateurs externes inférieure à 74%.

G2 dont le *score* de gouvernance est égal à 0,275 se distingue des deux autres groupes par un conseil d'administration qui comprend au moins 74% d'administrateurs externes et qui se réunit au maximum cinq fois par an.

G3 ayant un indice de gouvernance de 0,531 a les mêmes caractéristiques que G2 à l'exception du nombre de réunions du conseil d'administration qui est au moins égal à 6 réunions.

Il est donc à remarquer que plus les pratiques de gouvernance s'améliorent plus le *score* de gouvernance augmente. Cet argument peut être appuyé en étudiant la sensibilité de l'indice calculé au nombre de réunions du conseil d'administration. En effet, lorsque l'organe de contrôle interne augmente le nombre de réunions de cinq à six, l'efficacité de la gouvernance s'améliore de 25,63%. La valeur critique correspondant à cinq réunions annuelles est en accord avec le code des bonnes pratiques de gouvernance qui stipule que ces dernières doivent être régulières. Plus spécifiquement le conseil d'administration doit prévoir au moins quatre réunions par an (qui correspondent à une réunion chaque trimestre) et au moins une réunion exceptionnelle.

Il est aussi à remarquer que les investisseurs institutionnels donnent de l'importance à l'indépendance du conseil d'administration. En effet, ces acteurs semblent juger que les conseils d'administrations composées de moins de 74% d'administrateurs externes ne garantissent pas un contrôle efficace. La qualité de la gouvernance ne sera donc pas bonne et par conséquent ils ne seront pas incités à acheter les actions des firmes en question (proportion du capital détenue par les investisseurs institutionnels inférieure à 5,05%).

Les huit autres groupes ont une caractéristique commune ; la fraction du capital détenue par les investisseurs institutionnels est supérieure à 5,05%. G4, qui en plus de cette caractéristique, ne met pas en place un comité de rémunération (puisqu'il ne prévoit aucune réunion du comité de rémunération) a par conséquent un indice de gouvernance qui n'excède pas 0,1095. Nous pouvons ainsi conclure que le non respect d'un des principes de gouvernance dans ce groupe a entraîné une dégradation de la qualité de gouvernance.

Le groupe cinq (G5), caractérisé par un indice égal à 0,2571, prévoit au moins une réunion du comité de rémunération et a un conseil d'administration qui comprend au maximum 55,5% d'administrateurs externes. Donc pour ce groupe deux bonnes pratiques de gouvernance ont été suivies : un comité de rémunération et une super majorité d'administrateurs externes.

Le groupe six (G6) se caractérise par une faible propriété managériale (inférieure à 3,5%), une présence d'une majorité absolue d'administrateurs externes et un comité de rémunération qui se réunit au moins une fois par ans ( l'indice de ce groupe n'excède pas 0,2156). Pour ces entreprises et bien qu'il y a prise en considération de certaines recommandations, l'efficacité est faible. Un tel résultat peut être expliqué par l'influence du dirigeant sur la qualité de la gestion. En effet, comme le dirigeant ne détient pas suffisamment d'actions, il n'est pas motivé à agir dans l'intérêt des autres actionnaires et par conséquent la bonne qualité du contrôle et de la gestion ne sera pas garantie.

Le groupe sept (G7) a les mêmes caractéristiques que le groupe six à l'exception de la propriété managériale qui est au contraire supérieure à 3,5% et l'absence d'actionnaires majoritaires. Néanmoins ces firmes enregistrent un indice de gouvernance moyen (aux alentours de 0,5076). Ainsi et bien que l'absence d'actionnaires majoritaires ne permet pas d'exercer un contrôle sur le dirigeant, ce dernier sera incité à bien gérer la firme puisque ses intérêts et sa richesse personnelle en dépendent.

Le groupe huit (G8) est le groupe dont le score de gouvernance est le plus faible. Ce groupe a les mêmes attributs que le groupe cinq et en plus, il se caractérise par un nombre de réunions du conseil d'administration qui n'excède pas 3, l'existence d'un propriétaire majoritaire et une proportion du capital détenue par les internes et les administrateurs supérieure à 3,5%. A partir de la qualité de la gouvernance pour ce groupe, nous pouvons conclure que cette dernière est très sensible au nombre de réunions du conseil d'administration qui selon les recommandations fournies par les codes ne doit pas être inférieure à cinq. Par conséquent le non respect de cette pratique conduit les entreprises à une détérioration considérable de la qualité de gouvernance.

Le groupe neuf (G9) dont la qualité de gouvernance est moyenne (le *score* est égal à 0,5711) a les mêmes caractéristiques que le groupe huit à l'exception du nombre de réunions du conseil d'administration qui est égal au moins à quatre. Ajoutons que les dirigeants des firmes appartenant à ce groupe ne sont pas enracinés (le critère d'enracinement peut être reflété à travers la proportion du capital détenue par le dirigeant qui est très faible soit inférieure à 1,5%). L'indice calculé pour ce groupe nous permet de confirmer l'argument cité ci-dessus et relatif à la sensibilité de la gouvernance au nombre de réunions du conseil d'administration. De plus au sein de ce groupe et puisque la qualité de contrôle dans ce groupe est moyenne nous pouvons conclure que le dirigeant a intérêt à bien gérer la firme même si la proportion du capital détenue par ce dernier est très faible.

Les firmes qui forment le groupe dix (G10) et le groupe onze (G11) ont une faction du capital détenue par le dirigeant supérieure à 1,5% en plus des particularités du groupe huit citées ci-dessus. De plus le groupe onze se distingue du groupe dix par le nombre de réunions du conseil d'administration qui excède treize et par conséquent le groupe dix et le groupe onze ont des *scores* de gouvernance de 0,708 et 0,776 respectivement

## CONCLUSION

Dans cette étude nous avons voulu calculer un indice de gouvernance en nous basant sur la méthode d'enveloppement des données qui permet de tenir compte de la nature de la relation ( linéaire ou non, endogène ou exogène) entre les inputs (le système de contrôle) et les outputs (la performance). La démarche adoptée dans notre étude trouve ses origines dans la littérature. En effet, cette dernière s'est basée sur les recommandations fournies par les codes de bonnes conduites et sur celles fournies par certaines organisations afin de déterminer une 'bonne' gouvernance. L'objectif primordial de la mise en place de ces codes des bonnes conduites est l'amélioration de la qualité de la gestion et du contrôle qui entraînent une amélioration du niveau de performance des firmes. Par conséquent et étant que le but final est la performance de l'entreprise, nous nous sommes basés sur cette dernière afin d'atteindre le même objectif que les études antérieures : identifier une 'bonne' gouvernance et essayer de chercher les caractéristiques de cette dernière.

Pour ce faire, nous avons sélectionné un échantillon de firmes américaines pour lesquels nous avons collecté des informations relatives aux caractéristiques financières et de gouvernance. La gouvernance a été appréhendée dans notre étude par la structure de propriété (la fraction du capital détenue par le dirigeant, par les internes, par les investisseurs institutionnels et par les actionnaires majoritaires) et l'efficacité du contrôle exercé par le conseil d'administration (la fraction des administrateurs externes, le nombre de réunions du conseil d'administration, du comité de rémunération et du comité de nomination). Nous avons essayé de synthétiser les pratiques de gouvernance par un indice calculé selon une méthode non paramétrique (la méthode d'enveloppement des données).

Les résultats de l'étude montrent d'abord que la majorité des entreprises sont moyennement efficaces. Ensuite une analyse basée sur le test de comparaison des moyennes montre la sensibilité du système de contrôle aux recommandations. En effet, si une firme essaye de respecter une des bonnes pratiques sa gouvernance s'améliore systématiquement. Ajoutons que nous avons pu établir des correspondances entre le degré d'efficacité de la gouvernance et les caractéristiques financières de l'entreprise. Enfin nous avons construit un arbre de décision qui permet aux entreprises de suivre une règle de décision pour agir sur la gouvernance en vue de son amélioration. En effet, nous avons pu déterminer onze groupes traduisant une différence dans la qualité du contrôle et de la gestion et nous avons déterminé les caractéristiques de chaque groupe.

## BIBLIOGRAPHIE

- Almazon A. et Suarez J., 2003, «Entrenchment and severance pay in optimal governance structures», *Journal of Finance*.
- Alves. C. et Mendes V., 2002, 'Corporate governance policy and company performance: the Portuguese case', Working Paper, [http://ssrn.com/abstract\\_id=309929](http://ssrn.com/abstract_id=309929).
- Bai. C.E., Liu. Q., Song. F.M. et Zhang J., 2003, «Corporate governance and markets valuation in china», Working Paper, SSRN.
- Black B.,2001, " Does corporate governance matters? A crude test using russian data", Stanford Law School, Working Paper n°2209.
- Black B., Jang H., et Kim W., 2003, " Does corporate governance affect firm value? Evidence from korea", Stanford Law School, Working Paper n°237.
- Byrne J.A., 1996, " *The best and worst boards*", Business Week.
- Campos. C.E., Newell. R.E. et Wilson G, 2002, «Corporate governance develops in emerging markets », *McKinsey on Finance*, p.15-18.
- Denis. K. D. et McConnell J.J., 2003, «International corporate governance », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, p.1-36.
- Drobetz. W., Schillhofer A. et Zimmermann H., 2003, 'Corporate governance and expected stock return : Evidence from Germany', Working Paper, [http://ssrn.com/abstract\\_id=369100](http://ssrn.com/abstract_id=369100)
- Dunerv. A et Kim. E.H., 2003, « To steal or not to steal : Firm characteristics, legal environnement, and valuation », Working Paper, University of Michigan.
- Felton. R.F., Hudnut. A. et Heeckeren J.V., 1996, «Putting a value on corporate governance », *The McKinsey Quaterly*, 4, p.170.
- GomperS P., Ishi J.L. et Andrew M., 2003, «Corporate governance and equity prices», *Quarterly Journal of Economics*.
- Gugler. K., Mueller D.C. et Yurtoglu B.B., 2003, « Corporate governance and the return on investment», Working Paper, [http://ssrn.com/abstract\\_id=299520](http://ssrn.com/abstract_id=299520).
- Himmelberg R.E., Hubbard R.G. et Palia D., 1999, " Understanding the determinants of ownership, and the link between ownership and performance", *Journal of financial Economics*, 53, p.353-384.
- John. K. et Kedia. S., 2002, « Design of corporate governance : Role of ownership, takeovers, and bank debt », Working Paper, Harvard University.
- Klapper L.F. et Love I., 2003, «Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets », Working paper, [http://ssrn.com/abstract\\_id=303979](http://ssrn.com/abstract_id=303979)

La Porta. R., Lopez-de-Silanes. F., Shleifer A. et Vishny R.W., 2002, « Investor protection and corporate valuation », *Journal of Finance*, 57, p.1147-1170.

Mohanty P., 2003, “Institutional investors and corporate governance in India”, Working Paper, [http://ssrn.com/abstract\\_id=353820](http://ssrn.com/abstract_id=353820).

Palepu. K., Khanna T. et Kogan J., 2002, « Globalization and similarities in corporate governance : A cross-country analysis”, Working Paper, [http://ssrn.com/abstract\\_id=323621](http://ssrn.com/abstract_id=323621).

Pajuste. A, 2002,«Corporate governance and stock market performance in central and Europe : A study of nine countries, 1994-2001”, Working Paper, [http://ssrn.com/abstract\\_id=310419](http://ssrn.com/abstract_id=310419).

Pistor.K Raiser. M. et Gelfer. S., 2000, “Law and finance in transition economies”, SSRN Electronic journal,.

Shleifer A. et Vishny R., 1997, « A Survey of Corporate Governance », *The Journal of Finance*, vol.53, n°2, June 1997.

Standard & Poor, 2002, “Corporate governance scores –frequently asked questions”.