

La Structure de l'actionnariat explique – t-elle la décision de couverture des risques financiers ?

FAYOLLE Alain

Professor in Entrepreneurship and Strategic Management (EM Lyon)

Head of the Entrepreneurship Research Centre

fayolle@em-lyon.com

JARBOUI Anis

Maître Assistant de l'enseignement supérieur

Directeur de département de Gestion

Institut Supérieur d'Administration des Affaires (ISAAS)

anisjarboui@yahoo.fr

Résumé

Cet article doit permettre aux dirigeants et aux actionnaires de mieux appréhender l'incidence de la structure d'actionnariat sur les décisions de couverture des risques financiers dans des entreprises non financières. Notre thèse principale est que la structure actionnariale des entreprises n'est pas neutre vis-à-vis des opérations de couverture contre les risques financiers. La vérification de cette hypothèse centrale constitue l'apport fondamental de cette étude. Notre échantillon comporte 81 entreprises tunisiennes examinées pendant l'année 2006. Les résultats empiriques obtenus montrent que globalement la structure d'actionnariat, si elle exerce une influence sur les décisions de couverture des risques financiers, s'avère relativement impuissante, à elle seule, pour expliquer ces opérations financières.

Mots-clés : Couverture des risques financiers, gouvernement de l'entreprise, pouvoir actionnarial.

La Structure de l'actionnariat explique – t-elle la décision de couverture des risques financiers ?

INTRODUCTION

La gestion des risques étant un des aspects de la politique financière des firmes (Khoury et al., 2005), elle peut donc contribuer à modifier la valeur d'une entreprise. Plusieurs chercheurs tels que Barena et al. (1985), Shapiro et Titman (1985), Smith et Stulz, (1985) ont montré clairement qu'une stratégie de protection contre les risques financiers¹ permet de maximiser la richesse des actionnaires. L'étude de Berkman et Bradbury (1996), parmi d'autres, a confirmé que la couverture des risques financiers permet essentiellement de réduire les coûts anticipés de détresse financière, de diminuer les primes de risque à payer aux différents partenaires ou encore d'augmenter les possibilités d'investissement, permettant ainsi une valorisation accrue de la firme. Dans le cadre de la théorie de l'agence actionnariale, pièce maîtresse du corpus relatif au gouvernement d'entreprise², toute insuffisance dans la recherche de maximisation de la création de valeur est significative d'un comportement managérial non conforme aux intérêts des actionnaires (Jensen et Meckling, 1976). Elle s'interprète, d'une certaine façon, comme la recherche intentionnelle du pouvoir au détriment de l'efficacité. La couverture des risques financiers varie donc selon les choix de structure de pouvoir et de délégation. Pour cette raison, Barena et al. (1985), Borokhovich et al. (2004) ont annoncé que les décisions de couverture des risques financiers peuvent ne pas être indépendantes de la structure d'actionnariat de l'entreprise.

En inscrivant notre approche dans le courant des nouvelles recherches qui traitent du phénomène de couverture des risques financiers sous une vision de gouvernement d'entreprise, l'objectif de cet article est d'examiner, au cours de l'année 2006, l'incidence de la structure d'actionnariat, ainsi que d'autres caractéristiques financières de l'entreprise, sur la décision de couverture des risques financiers d'un échantillon composé de 81 sociétés non financières tunisiennes. A notre connaissance, cette incidence n'a jamais été étudiée dans le contexte de la Tunisie considérée comme un pays émergent. Ce type d'études qui articule la finance d'entreprise et la finance de marché est peu fréquent, y compris dans le contexte des pays développés. En premier lieu, nous allons présenter les arguments aussi bien théoriques qu'empiriques qui justifient le lien entre la structure d'actionnariat et la décision de

¹ Les risques financiers sont liés aux variations aléatoires des taux de change, des taux d'intérêt, des prix de matières premières, qui s'ajoutent aux risques de liquidité et de contreparties.

² Shleifer et Vishny (1997, p.737) définissent le gouvernement des entreprises comme l'ensemble des moyens par lesquels les bailleurs de fonds des firmes s'assurent d'obtenir un retour sur leur investissement.

couverture des risques financiers. En deuxième lieu, nous essayons de valider ce lien, à l'aide d'une analyse discriminante, sur un échantillon d'entreprises tunisiennes.

I- LES HYPOTHESES SUR LE RÔLE DE L'ACTIONNARIAT

En théorie, deux composantes de la structure de propriété d'une entreprise, la concentration du capital et la nature de certains actionnaires, peuvent influencer la décision de couverture des risques financiers. Avec la montée en puissance au cours des dernières années, dans le contexte tunisien, de deux types d'actionnaires, les actionnaires financiers et les actionnaires dirigeants (en raison de l'abondance d'entreprises familiales), nous envisageons d'étudier l'influence de leur présence sur les décisions de couverture des risques financiers.

1- Les blocs d'actionnaires externes

La concentration de la propriété par des actionnaires externes peut avoir un impact négatif sur la couverture des risques financiers. Si plusieurs justifications sont avancées par les chercheurs, nous avons choisi de ne retenir ici que deux explications en raison de leur pertinence. La première est dérivée de la stratégie de diversification. En effet, selon Tufano (1996) et Cliche (2000), les blocs d'actionnaires sont habituellement composés de fonds mutuels, d'investisseurs privés ou institutionnels qui, dans la plupart des cas, demeurent davantage diversifiés que les gestionnaires ou les petits investisseurs. Par conséquent, ils sont naturellement plus protégés et c'est la raison pour laquelle ils ignorent ou négligent leur exposition aux risques de l'entreprise. La deuxième explication se fonde sur le fait que la détention des blocs d'actions permet la concentration du capital et améliore la qualité de la gestion. Plusieurs auteurs suggèrent que la concentration de la propriété va de pair avec un système de contrôle plus strict dans lequel les actionnaires dominants exercent une présence plus active auprès des dirigeants (Agrawal et Knoeber, 1996 ; La Porta et Vishny, 1997 ; Kaserer et Moldenhauer, 2005 ; Boubakri et al., 2005). Selon Alexandre et Paquerot (2000), un actionnaire possédant une part significative du capital de l'entreprise est fortement incité à investir dans le contrôle de la gestion de la firme. L'engagement d'un tel actionnaire dominant peut constituer une meilleure garantie de réduction des conflits d'intérêts avec les dirigeants en matière de risque. En effet, d'après Amihud et Lev (1999), les dirigeants et les actionnaires ont des attitudes divergentes face au risque. Les dirigeants investissent généralement une partie significative de leur patrimoine et de leur capital humain dans la firme. Par conséquent, ils sont considérablement plus concernés par la fluctuation des résultats que les actionnaires qui peuvent plus facilement diversifier leurs portefeuilles. A partir des recherches menées sur

le lien entre la concentration de la propriété et le degré de diversification³ des activités, Parigi et Pelizzon (2005) et Jiraporn et al., (2007) ont mentionné que le pouvoir des actionnaires est inversement lié à la probabilité de diversification des activités de l'entreprise. A ce titre, il apparaît donc logique qu'il y ait un moindre recours aux techniques et instruments de couverture des risques financiers dans les entreprises caractérisées par une concentration de la propriété.

Sur le plan empirique, plusieurs chercheurs ont validé cette relation inverse entre la présence de blocs d'actionnaires et la couverture des risques financiers. Sur un échantillon de 48 entreprises minières et aurifères en Amérique du nord entre 1990 et 1993, Tufano (1996) a prouvé empiriquement l'existence de cette relation négative. Sur un échantillon de 100 entreprises de gaz et de pétrole sur la période de 1992 à 1994, Haushalter (2000) a obtenu une relation négative entre le nombre de détenteurs de blocs d'actions externes et la couverture des risques. Plus récemment, Ben Khediri (2006) partant d'un échantillon de 320 entreprises françaises, a pu conclure que le coefficient de la variable relative à la présence de blocs d'actionnaires externes est négatif et statistiquement significatif au seuil de 5%. D'où, la première hypothèse que nous avançons:

H₁ : Il existe une relation négative entre la concentration de la propriété et la couverture des risques financiers.

2. La présence d'une institution financière dans le capital

Les investisseurs financiers sont supposés jouer un rôle actif dans le gouvernement d'entreprise. Ces actionnaires particuliers représentent en effet des partenaires influents pour l'entreprise car leurs moyens financiers sont importants et leur permettent de devenir des "investisseurs actifs" dans le contrôle de la gestion de la firme (McConnell et Servaes, 1990 ; Kochhar et David, 1996). Ils peuvent ainsi influencer les décisions des dirigeants en vue de maximiser le rendement de leur investissement et, par conséquent, améliorer la performance de l'entreprise (Carelton et al., 1998 ; Woidtke, 2002 ; Thomsen et al., 2006). La présence d'une institution financière dans le capital peut avoir aussi une influence sur la décision de couverture des risques financiers. Nous nous attendons à ce que cette relation soit négative. Cette prédiction découle des deux raisonnements suivants. En premier lieu, la présence d'une institution financière dans le capital est une source d'autodiscipline pour le dirigeant. En effet, elle exerce une pression sur le dirigeant, d'une part, à travers le contrôle régulier de la qualité de sa gestion et, d'autre part, en suivant ses actions et ses stratégies notamment en matière de

3 Selon Amihud et Lev (1999), la diversification est réputée pour ses vertus en matière de stabilité des résultats de l'entreprise et est présentée comme le moyen, par excellence, de réduction des risques de l'entreprise.

gestion des risques financiers pour assurer la survie de l'entreprise et donc sa solvabilité (ceci est encore plus important lorsque l'institution financière est l'un des créanciers de l'entreprise). Notons que dans le contexte tunisien, nous avons constaté que toute institution financière qui possède la qualité d'actionnaire possède généralement la qualité d'administrateur. Ceci va rendre la gestion plus efficace et, par voie de conséquence, l'entreprise sera moins exposée aux risques financiers, ce qui affaiblira la probabilité d'utilisation des techniques de couverture. En second lieu, ces actionnaires dispose d'un accès privilégié à l'information du fait de leur activité et des nombreux investissements qu'ils réalisent, ce qui implique une meilleure connaissance des performances des entreprises du secteur et une information abondante sur l'environnement (Alexandre et Paquerot, 2000). De plus, ces actionnaires font preuve d'une capacité plus importante en matière de traitement de l'information financière et économique. Ils bénéficient en fait de compétences particulières leur permettant d'analyser finement les comptes de l'entreprise, ses perspectives de développement ainsi que la qualité de sa gestion (Mtianos et Paquerot, 1999). Ces différents avantages leur permettent de contrôler efficacement la gestion des dirigeants à un coût plus faible comparativement à des actionnaires individuels isolés. De ce fait, les institutions financières qui sont représentées dans le capital peuvent donc mieux anticiper les risques, déterminer leurs sources et proposer des alternatives pour les éviter, les diminuer ou les tolérer lorsqu'ils sont de faible gravité. De ce développement nous avançons l'hypothèse suivante :

H2 : Il existe une relation négative entre la présence d'un bloc d'actionnaires financiers dans le capital de la firme et la décision de couverture des risques financiers

3. L'actionnariat des dirigeants

L'aversion au risque des dirigeants est une hypothèse habituellement affranchie dans la majorité des études qui visent à expliquer la stratégie de couverture des risques à travers l'actionnariat des dirigeants (Smith et Stulz, 1985 ; Tufano, 1996 ; Dionne et Triki 2004 et 2005 ; Dionne et Garand, 2003). L'aversion au risque des dirigeants trouve ses origines dans les travaux pionniers de Stulz (1984) et Smith et Stulz (1985) où ils examinent deux cas de figures pour les dirigeants : ceux qui ont investi leurs biens propres pour acquérir une part importante du capital de la firme (dirigeants propriétaires) et ceux qui détiennent des stocks option, mais un faible pourcentage du capital de l'entreprise. Nous avançons que la présence d'un actionnaire dirigeant va être associée positivement à la décision de couverture des risques financiers. Notre proposition est basée sur les deux arguments suivants. Premièrement, la participation des dirigeants dans le capital rend le portefeuille de richesse des dirigeants

moins diversifié (investissement unique). L'existence d'un investissement unique à forts enjeux patrimoniaux incite les dirigeants à ne pas prendre davantage de risques dans leurs décisions. Deuxièmement, le coût de faillite associé aux décisions financières risquées est plus élevé pour le dirigeant actionnaire que pour l'actionnaire individuel. C'est à dire que les impacts psychologique (perte d'emploi, de réputation, de sécurité...) et financier, suite à une défaillance économique de l'entreprise, sont indirectement plus élevés pour le dirigeant actionnaire que pour un actionnaire individuel non dirigeant. Selon Mellios (2001), une augmentation de la participation des dirigeants dans le capital accroît le patrimoine potentiel des dirigeants – propriétaires qui seront amenés à prendre des décisions plus efficaces, par exemple en matière de couverture des risques financiers. A la lumière de ce qui précède nous pouvons avancer l'hypothèse suivante :

H₃: La décision de couverture des risques financiers est liée positivement avec l'actionnariat des dirigeants.

II. LES ASPECTS METHODOLOGIQUES

1-Mesure des variables

1-1 Variable endogène

Deux approches permettent de cerner le risque financier. La première approche a un aspect préventif. Il s'agit des techniques de couverture interne (le termaillage, le netting, le choix de la monnaie de facturation, la collecte des renseignements sur les clients, l'analyse de la situation financière des clients et la prévision de la probabilité de leur défaillance...). La seconde approche a un aspect curatif. Il s'agit des techniques de couverture externe (contrat à terme, swap, option, assurance, titrisation, affacturage, les garanties,...). Étant donné que la plupart des sociétés adoptent les techniques de couverture interne, nous allons mettre, dans cette étude, uniquement l'accent sur les techniques de couverture externe. Ainsi, vu la stabilité des taux d'intérêt sur le marché tunisien et l'absence d'un marché de couverture à terme des prix de matières premières, nous allons nous focaliser singulièrement sur les techniques de couverture du risque de change et du risque client. Notre variable dépendante est notée **DCV** : « Décision de couverture » et sera mesurée en utilisant une variable dichotomique qui va prendre la valeur « 1 » si l'entreprise fait appel aux techniques de couverture externe et la valeur « 0 » dans le cas contraire (Mian, 1996 ; Géczy et al., 1997 ; Ben Khdiri, 2006).

1-2 Variables exogènes

Elles sont présentées ci-après :

Le bloc d'actionnaires externes. Une mesure possible pour cette variable (**CONC**) est le nombre des blocs d'actionnaires qui figurent dans la structure de la propriété de la firme. Plusieurs auteurs tels que Tufano (1996) et Ben Khdiri (2006) ont défini les blocs d'actionnaires externes comme les investisseurs externes ayant au moins 10% des actions de l'entreprise. Dans cette étude nous allons mesurer cette variable à l'aide d'une valeur métrique qui représente le pourcentage du capital détenu par un bloc d'actionnaires n'appartenant pas au comité de direction.

Nature des actionnaires. Selon Alexandre et Paquerot (2000) en France et Shabou (2003) en Tunisie, cette variable a été mesurée par le pourcentage du capital détenu par chaque type d'actionnaires⁴ : actionnaires financiers (**PIF**) et actionnaires dirigeants (**PCD**). Dans une étude sur la gouvernance des entreprises tunisiennes, Omri (2003) a considéré, comme actionnaires financiers, les banques, les sociétés d'investissement, les compagnies d'assurances et les caisses de sécurité sociale.

1.3 Variables de contrôle

La structure de la propriété n'est pas le seul facteur pouvant influencer la décision de couverture des risques financiers. D'autres éléments tels que le niveau d'endettement et la taille de l'entreprise peuvent également intervenir. En fait, selon Berkman et Bradbury (1996), Dionne et Garand (2003), Dionne et Triki (2004) et Ben Khediri (2006) les entreprises les plus endettées sont soumises à des contraintes financières plus grandes et elles ont davantage tendance à utiliser les techniques de couverture. Nous proposons d'utiliser une mesure purement comptable à travers le ratio d'endettement (**END**) déterminé par le rapport dette financière totale / total actif (Fama et French, 2002).

D'après Cliche (2000), Dionne et Garand (2003), Dionne et Triki (2004), Mellios (2001) et Ben Khediri (2006), la taille de la firme peut être considérée également comme une variable de contrôle. Toutefois, le sens de la relation entre la taille de la firme et la gestion des risques financiers est indéterminé. La taille de la firme (**T**) est mesurée par le logarithme décimal de la valeur comptable du total des actifs de la firme.

Afin de maîtriser d'autres déterminants possibles de la couverture des risques de change et des risques client⁵ non pris en compte par la structure de propriété, nous proposons d'introduire respectivement deux autres variables. La première mesure le pourcentage des exportations par rapport au chiffre d'affaires et le pourcentage des importations par rapport aux achats (**EXP/IMP**). La seconde variable mesure le pourcentage du chiffre d'affaires à

4 En l'absence d'informations précises sur les droits de vote des actionnaires, on retiendra l'approximation faite par Alexandre et Paquerot (2000) : un droit de vote est attaché à chaque action.

5 Les entreprises sont contraintes d'assortir leur offre commerciale d'un délai de paiement, et d'assumer seules le risque de retard ou d'impayé suite à une défaillance.

crédit par rapport au chiffre d'affaires total (CACRD).

Le tableau (1) résume pour chacune des variables retenues dans l'étude la mesure effectuée et son influence attendue sur la décision de couverture des risques financiers.

Tableau (1) : Descriptif des variables d'étude

Catégorie	Phénomène	Mesure	Variables	Prédiction
Variable à expliquer				
L'utilisation des techniques de couverture externe		Variable dichotomique	DCV	
Variables explicatives				
Structure de la propriété	Blocs d'actionnaires externes	% du capital détenu par le bloc d'actionnaires qui n'appartiennent pas au comité de direction.	Métrique CONC	-
	Participation d'une institution financière dans le capital	% des actions détenues par les actionnaires financiers	Métrique PIF	-
	Actionnariat des dirigeants	% de capital détenu par les dirigeants	Métrique PCD	+
Variables du contrôle				
Endettement	L'endettement	Ratio d'endettement	Métrique END	+
La taille de la firme	taille	Log décimal du total actif	Métrique T	?
Variable contrôlant le risque de change	Exportation/Importation	le % des exportations et des importations par rapport au chiffre d'affaires et aux achats	Métrique EXP/IMP	+
Variable contrôlant le risque client	Chiffre d'affaires à crédit	le pourcentage du chiffre d'affaires à crédit par rapport au chiffre d'affaires total.	Métrique CACRD	+

2- Présentation de l'échantillon et des sources d'informations

Faute d'une base précise de données sur les entreprises tunisiennes, nous avons réalisé la collecte des données à travers une enquête. Ce travail, effectué en 2006, a concerné les entreprises non financières en Tunisie. L'objectif annoncé de l'enquête est d'étudier la décision de couverture des risques financiers et d'analyser les facteurs qui pourraient influencer cette décision. Le questionnaire commence, dans un premier temps, par faire le constat du niveau de connaissance et du degré d'utilisation par les entreprises tunisiennes, des divers produits disponibles pour la couverture des risques de change et des risques client. Ensuite, il s'intéresse à la structure d'actionnariat et aux données financières des sociétés⁶. Préalablement à son administration, le questionnaire a été soumis à un pré-test qui a permis

⁶ Pour les sociétés cotées, nous avons pu faire une vérification de certaines données à partir des sources d'information suivantes: les rapports d'activité des entreprises, disponibles au Conseil du Marché Financier, les états financiers publiés dans les bulletins officiels de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT).

d'en préciser certains libellés et l'orientation des questions. L'échantillon final se compose de 81 entreprises dont 25 sont cotées à la BVMT. La répartition des sociétés par secteur d'activité montre que notre échantillon est principalement dominé par les secteurs suivants: agro-alimentaire, tourisme et commerce. Ces trois secteurs représentent 53,21 % des sociétés composant notre échantillon.

Tableau (2) : Statistiques descriptives de l'échantillon (81 observations)

Variabiles	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type
PCD	0	0.62	0.11	0.17
CONC	0	1	0.24	0.44
PIF	0	0.61	0.21	0.12
END	0.10	0.86	0.51	0.26
T	4.43	9.06	7.46	0.97
EXP/IMP	0.17	1.78	0.81	0.32
CACRD	0.16	0.95	0.62	0.21

3- La méthode d'analyse

La méthode que nous avons utilisée est basée sur une analyse discriminante. Le but de cette analyse est d'étudier les relations entre une variable qualitative (DCV) et un ensemble de variable explicatives (métriques). Elle se déroule en trois étapes : vérification des différences entre les groupes, validation de l'étude, vérification du pouvoir discriminant et qualité de représentation du modèle (Evrard et al., 2000). De ce fait, notre échantillon est divisé en deux groupes (groupe 1 qui opte pour la couverture et groupe 2 qui n'opte pas pour la couverture). A partir de cette analyse, nous voulons déterminer les variables qui différencient les deux groupes et construire un indice basé sur les valeurs des caractéristiques qui séparent les deux groupes formant une combinaison linéaire de ces derniers. Autrement dit, nous voulons déterminer, parmi les variables explicatives, celles qui sont responsables, dans un ordre décroissant d'importance, des différences entre les groupes.

III. PRESENTATION DES RESULTATS ET INTERPRETATIONS

Afin de déterminer la fonction discriminante pour le risque de change, nous avons sélectionné les variables à l'aide d'une procédure « pas à pas ». La sélection des variables est basée sur la valeur du lambda de Wilks. Cette dernière est une statistique qui varie entre 0 et 1. Les grandes valeurs de lambda indiquent que les moyennes ne semblent pas très différentes (lorsqu'elles sont toutes égales, le lambda est égal à 1). Les petites valeurs de lambda indiquent des différences de moyennes entre les groupes. La méthode de sélection basée sur le lambda de Wilks se présente de la façon suivante. Lors de chaque pas la première variable à introduire dans le modèle est celle qui minimise la valeur du lambda de Wilks à condition que la statistique de Fisher soit significative à 5% (Evrard et al., 2000).

Après avoir vérifié l'hypothèse de la normalité et l'absence de colinéarité des variables explicatives, nous remarquons d'après le tableau (3), que lors du premier pas, la première variable à introduire est la variable « **EXP/IMP** » qui correspond au pourcentage des exportations par rapport au chiffre d'affaires et au pourcentage des importations par rapport aux achats. Cette variable dispose de la plus faible valeur du lambda (0,885). Au second pas, en éliminant la variable « **EXP/IMP** », nous constatons que la deuxième variable à introduire est la participation d'une institution financière dans le capital (**PIF**) dont le lambda de Wilks est égal à 0,835. Lors du troisième pas, la variable permettant de minimiser le lambda est l'endettement (**END**) mais la statistique de Fisher n'est pas significative. Par conséquent la fonction de discrimination linéaire « couverture du risque de change » est fonction de deux variables : 1) le pourcentage des exportations par rapport au chiffre d'affaires et le pourcentage des importations par rapport aux achats et 2) la participation d'une institution financière dans le capital.

Tableau (3) : résultat de l'analyse discriminante (risque de change)

Pas	couverture du risque de change	Tolérance	Tolérance minimale	F pour introduire	Lambda de Wilks
0	Bloc De Contrôle Externe	1,000	1,000	5,060	,940
	Institutions Financières	1,000	1,000	1,750	,978
	Actionnariat Dirigeant	1,000	1,000	,022	1,000
	Endettement	1,000	1,000	6,132	,928
	Taille	1,000	1,000	1,283	,984
	Exp/Imp	1,000	1,000	10,223	,885
1	Bloc De Contrôle Externe	,984	,984	3,044	,852
	Institutions Financière	,920	,920	4,728	,835
	Actionnariat Dirigeant	,999	,999	,002	,885
	Endettement	,887	,887	1,933	,864
	Taille	,998	,998	1,389	,870
	2	Bloc De Contrôle Externe	,984	,907	2,925
Actionnariat Dirigeant		,999	,919	,001	,835
Endettement		,854	,847	3,172	,802
Taille		,986	,908	1,916	,815
M de Box (44,23) ; la corrélation canonique (0,616)					

Pour le deuxième modèle (tableau 4) qui concerne la couverture du risque client, la procédure pas à pas (4 étapes) nous a permis de constater que la variable la plus discriminante est la participation d'une institution financière dans le capital (**PIF**) dont le lambda de Wilks est égal à 0,803. La deuxième variable est l'endettement (**END**). La troisième variable est le pourcentage du chiffre d'affaires à crédit par rapport au chiffre d'affaires total (**CACRD**). Enfin, la quatrième variable est la variable présence de blocs d'actionnaires (**CONC**), mais elle n'est pas statistiquement significative.

contribuer d'une manière efficace à la détection des sources de risque de contrepartie et de défaillance des clients, et à la réduction de l'incertitude du marché de change ce qui rend l'entreprise moins exposée à ces risques. Ceci va conduire à la diminution de la probabilité d'utilisation des techniques externes à des fins de couverture. En plus, ces actionnaires disposent d'un moyen de pression important poussant les dirigeants à maximiser la valeur de la firme en optant pour une stratégie de gestion des risques financiers appropriée à leurs intérêts.

Dans le contexte de l'économie tunisienne, le risque de change concerne évidemment toutes les entreprises qui exportent puisqu'elles facturent leurs clients en devises et celles qui importent parce qu'elles sont également facturées en devises. De ce fait, nous avons démontré dans notre étude que plus le pourcentage des exportations par rapport au chiffre d'affaires et le pourcentage des importations par rapport aux achats (**EXP/IMP**) sont élevés, plus les dirigeants des entreprises concernées ont recours aux techniques de couverture externe du taux de change (contrat à terme, swap...).

Les résultats obtenus valident également l'hypothèse selon laquelle l'endettement (**END**) contribue positivement à la couverture des risques financiers (risque client). Ils confirment les résultats des études de Tufano (1996), Dionne et Triki (2005) et Ben Khediri (2006), ainsi que les apports théoriques de Smith et Stulz (1985). A notre avis, ce résultat est dû essentiellement aux raisons suivantes. D'une part, si l'entreprise est trop endettée, les coûts de faillite (ou coûts de détresse financière) sont plus élevés et l'entreprise doit se couvrir afin de sécuriser l'investissement et d'échapper à des effets néfastes (par exemple les prises du contrôle). D'autre part, si l'entreprise est très endettée, elle doit être sévère et stricte dans la relation avec ses clients afin d'éviter les incidents dans le recouvrement de ses créances, et par voie de conséquence, les problèmes de solvabilité avec ses créanciers. De ce fait, les entreprises endettées se voient contraintes de réagir plus vite que les autres afin de limiter les risques financiers. Dans le contexte tunisien, le poste client représente, en moyenne, environ un tiers du bilan et la priorité des dirigeants des entreprises consiste trop souvent à se battre pour trouver du « cash » à court terme. Nous avons ainsi constaté que les entreprises ayant une proportion très élevée du chiffre d'affaires à crédit (**CACRD**) sont incitées à utiliser des techniques telles que la caution, l'assurance crédit ou l'affacturage.

CONCLUSION

Sur un échantillon de 81 entreprises tunisiennes, la recherche a testé l'association entre la décision de couverture des risques financiers (risque de change et risque client) et quelques déterminants décrivant la structure d'actionnariat et certaines caractéristiques financières.

Comme tout travail de recherche, celui-ci présente des limites. La couverture des risques financiers a été appréhendée grâce à une mesure dichotomique. Cette variable pourrait être affinée en intégrant d'autres données. Dans notre cas, le choix de cette mesure a été imposé en raison de la non-disponibilité de certaines informations essentielles. Une autre limite est que notre étude ne porte que sur une seule année (2006). Toutefois, le pouvoir explicatif de ce type d'étude sur une seule année demeure puissant en raison de la relative stabilité de la structure d'actionnariat d'une année à l'autre.

En résumé, la capacité de la théorie du gouvernement d'entreprise à expliquer la décision de couverture des risques financiers apparaît limitée en ce qui concerne l'aspect actionnarial de cette théorie. Un des résultats importants de l'analyse discriminante est que globalement la structure d'actionnariat, si elle exerce une influence sur la décision de couverture des risques financiers, s'avère relativement impuissante, à elle seule, pour expliquer ce phénomène financier. En outre, il est fort probable que le recours à des techniques de couverture externe des risques de change et des risques client obéisse à d'autres critères non observables, comme, par exemple, le comportement, l'attitude et la perception des actionnaires et des dirigeants vis-à-vis des risques financiers.

BIBLIOGRAPHIE

- Agrawal. A. et Knoeber C.R (1996), «Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31, n° 3, pp. 377-397.
- Alexandre. H. et Paquerot M (2000), « Efficacité des Structures de Contrôle et Enracinement des Dirigeants », *Finance Contrôle Stratégie*, vol 3, n°2, Juin, pp 5-29
- Amihud Y et Lev B (1999), "Does Corporate Ownership Structure Affect Its Strategy Towards Diversification?" *Strategic Management Journal*, vol 20, pp 1063-1069.
- Barnea A., Haugen R.A. et Senbet L.W. (1985), "Management of Corporate Risk, *Advances in Financial Planning and Forecasting*", *JAI Press*, Vol. 1, n°1.
- Beasley, M (1996), "An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud", *The Accounting Review*, Vol.71, Iss.4, 443-465.
- Ben Khediri K (2006), « Gouvernance d'entreprise et couverture des risques financiers: Étude empirique sur les entreprises françaises » Congrès de l'association française de finance, Poitiers AFFI.
- Berkman. H et Bradbury. M (1996), "Empirical evidence on the corporate use of derivatives", *Financial management*, Vol. 25, n° 2, pp. 5-13.
- Borokhovich K.A., Brunarski K.R., Crutchley C.E. et Simkins B.J., (2004), «Board Composition and Corporate Use of Interest Rate Derivatives», *Journal of Financial Research*, Vol 2, n° 2, pp. 199-216.
- Boubakri N., Cosset J.C et Guedhami O. (2005), "Post privatization corporate governance: The role of ownership structure and investor protection", *Journal of Financial Economics*, vol 76, pp.369-399.
- Carleton W.T, Nelson J.M et Weisbach M. (1998), "The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: evidence from TIAA CREF", *Journal of finance*, vol 53, pp.1335-1362.
- Cliche J .A (2000), « Les déterminants de la gestion des risques par les entreprises non financières : une revue de la littérature », *working paper. Cahier de recherche 00-02. ISSN : 1206-3290*
- Dionne G. et Triki T., (2004), «On Risk Management Determinants : What Really Matters», *Working Paper, Canada Research Chair in Risk Management, HEC Montréal.*
- Dionne G. et Triki T., (2005), «Risk Management and Corporate Governance: The Importance of Independance and Financial Knowledge for the Board and the Audit Committee», *Working Paper, Canada Research Chair in Risk Management, HEC Montréal.*
- Dionne, G, et Garand. M (2003), "Risk management determinants affecting firms' values in the gold mining industry: New empirical evidence", *Economics Letters* 79, pp 43-52.

- Evrard. Y, Pras. B et Roux .E (2000), «*Market : Etudes et recherches en marketing :Fondements et méthodes*, Dunod.
- Fama, E.F. et French K.R. (2002), « Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt », *Review of Financial Studies* vol 15. pp1-33.
- Géczy, C., Minton, B.A. et Schrand. C. (1997),” Why Firms Use Currency Derivatives”, *The Journal of Finance*. Vol. 52, no. 4, pp. 1323-1354.
- Haushalter D (2000), “Financing policy, basis risk, and corporate hedging: Evidence from oil and gas producers”, *The Journal of Finance* vol 55, pp 107-152.
- Jensen M. et Meckling W., (1976), «Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, n° 4, pp. 305-360.
- Jiraporn P., Kim Y S et Singh M_(2007), “Corporate Governance, Shareholder Rights and Firm Diversification: An Empirical Analysis”, *Journal of Banking and Finance, Forthcoming*.
- Kaserer. C et Moldenhauer B. (2005), “Insider ownership and corporate performance Evidence from Germany”, *CEFS Working Paper Series, N°1/2005*.
- Khoury. N, Savor. M et Toffli. R (2005), « La couverture des risques financiers par les PME Québécoises » *Cahier de recherche 03-2005*: <http://www.chaire-produits-derives-uqam.ca>.
- Kochhar. R et David. P (1996), “Institutional investors and firm innovation: A test of competing hypotheses”, *Strategic Management Journal*, 17, pp.73-84.
- La Porta R. et Vishny.R.W (1997), “Legal determinants of external finance”, *Journal of Finance*, vol 52, pp 1131-1150.
- McConell J.J. et Servaes H. (1990), “Additional evidence on equity ownership and corporate value”, *Journal of Financial Economics*, vol 27 n°2, pp 595-612
- Mellios. C (2001), « la gestion des risques financiers par les entreprises. Explications théoriques versus études empiriques », *Laboratoire Orléanais de Gestion LOG, Document de recherche n° 2001-09*.
- Mian, S.L. (1996),” Evidence on Corporate Hedging Policy”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, no. 3, p. 419-439.
- Mtanos .R et Paquerot. M (1999) « Structure de propriété et sous performance des firmes : une étude empirique sur le marché au comptant, le règlement mensuel et le second marché » *Finance Contrôle Stratégie – Volume 2*, N° 4, décembre 1999, pp 157 - 179.
- Omri. A (2003), « Systèmes de gouvernance et performance des entreprises tunisiennes», *Revue française de gestion*, n°142, pp 85-100.
- Parigi B et. Pelizzon L (2005), "Diversification and ownership concentration," "*Marco Fanno" Working Papers 0005, Dipartimento di Scienze Economiche "Marco Fanno"*.
- Shabou. R (2003), "Nature des détenteurs de blocs de contrôle, mécanisme de contrôle et performance financière des entreprises tunisiennes", *Gestion* (2000), n° 6.
- Shapiro A. et Titman S. (1985), "An Integrated Approach to Corporate Risk Management", *Midland Corporate Finance Journal*, Vol.3, n°2, pp 41-56.
- Shleifer, A et Vishny R.W. (1997), «A Survey of Corporate Governance», *Journal of Finance*, Vol 52, pp737-783
- Smith C et Stulz R (1985), “The Determinants of firms' hedging policies”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.20, Iss.4, pp 391-405.
- Stulz R. (1984), “Optimal hedging policies,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.19, Iss.2, pp127-140.
- Stulz, R (1996), «Rethinking Risk Management», *Journal of Applied Corporate Finance* vol9, n°3, pp 8-24.
- Thomsen S., Pedersen T et Kvist H.K (2006), “Blockholder Ownership: effects on firm value in market and control based governance systems”, *Journal of Corporate finance*, vol 12, pp246-269.
- Tufano P (1996),” Who manages risk? An empirical examination of risk management practices in the gold mining industry”, *The Journal of Finance*, vol.51, Iss.4, pp 1097-1137
- Woidtke T. (2002), “Agents watching agents?: evidence from pension fund ownership and firm value”, *Journal of Financial Economics*, n°63,pp 99-131.