



HAL
open science

Impact de la structure de propriété et de l'endettement sur les caractéristiques du conseil d'administration: étude empirique dans le contexte d'un pays émergent

Daniel M Zéghal, Sonda Chtourou, Yosra Makni Fourati

► To cite this version:

Daniel M Zéghal, Sonda Chtourou, Yosra Makni Fourati. Impact de la structure de propriété et de l'endettement sur les caractéristiques du conseil d'administration: étude empirique dans le contexte d'un pays émergent. COMPTABILITE, CONTROLE, AUDIT ET INSTITUTION(S), May 2006, Tunisie. pp.CD-Rom. halshs-00558225

HAL Id: halshs-00558225

<https://shs.hal.science/halshs-00558225>

Submitted on 21 Jan 2011

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

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

Impact de la structure de propriété et de l'endettement sur les caractéristiques du conseil d'administration: étude empirique dans le contexte d'un pays émergent

Daniel M Zéghal

Professeur - Université d'Ottawa- Faculté d'Administration
Centre de Recherche en Comptabilité (CRG)
zeghal@admin.uottawa.ca

Sonda Marrakchi Chtourou

Maître assistant - Faculté des Sciences Economiques et de Gestion de Sfax
sonda.chtourou@fsegs.run.tn

Yosra Makni Fourati

Assistante contractuelle - Ecole supérieure de commerce de Sfax
Tél : 216- 97 019 476
ymakni@yahoo.fr

Résumé

L'objectif de cette recherche est de mettre en exergue l'interaction du conseil d'administration avec d'autres mécanismes internes de gouvernance tel que la structure de propriété et l'endettement. Les tests menés sur un échantillon de 47 entreprises tunisiennes montrent que la structure de propriété et l'endettement jouent un rôle important dans la détermination des caractéristiques du conseil d'administration. Les résultats indiquent également que la structure du conseil est liée à d'autres facteurs tel que la taille de l'entreprise et la cotation en bourse.

Mots clés

Gouvernance d'entreprise – Conseil d'administration – Structure de propriété – Endettement

Abstract

In this study we examine the interrelation between the supervisory potential of the board of directors and other internal mechanisms such as, ownership structure and debt financing. The tests conducted on a sample of 47 Tunisian firms show that the ownership structure and the debt financing play an important role in the determination of the board characteristics. The board structure is also found to be related to other factors including the firm's size and the listing on the stock exchange.

Keywords

Corporate governance - Board of directors – Ownership structure – Debt financing

Impact de la structure de propriété et de l'endettement sur les caractéristiques du conseil d'administration: *étude empirique dans le contexte d'un pays émergent*

INTRODUCTION

Au cours des dernières décennies, la gouvernance d'entreprise a fait l'objet d'une attention croissante de la part des organismes de réglementation et des chercheurs de différents champs disciplinaires (droit, économie, finance...).

L'émergence de ce thème est généralement attribuée au débat ouvert par Berle et Means (1932) et repris par la suite par Jensen et Meckling (1976). Pour ces auteurs, la séparation des fonctions de propriété et de décision au sein d'une société donne lieu à une relation d'agence entre un principal (les actionnaires) et un agent (les dirigeants). Cette relation soulève des risques d'abus en raison de la divergence d'intérêts entre actionnaires et dirigeants. Ces derniers se trouvent en effet dans une position privilégiée leur conférant un pouvoir de contrôle sur l'entreprise, et peuvent adopter des stratégies opportunistes pour maximiser leur richesse aux dépens des autres.

Pour atténuer ces conflits d'intérêts, les actionnaires mettent en place divers mécanismes de gouvernement d'entreprise (internes et externes) permettant de réduire la latitude managériale et de diminuer également les possibilités d'un comportement déviant. Or, parmi cette panoplie de moyens de contrôle, la théorie de l'agence propose le conseil d'administration comme le mécanisme le plus approprié pour discipliner les dirigeants et les contraindre à agir dans l'intérêt des actionnaires.

Au cours de ces dernières années, le fonctionnement de cet organe de contrôle a fait l'objet de nombreux débats et des propositions de réforme quant à sa structure ont été instituées par plusieurs organismes régulateurs. Cette attention particulière, portée à ce mécanisme interne de contrôle, a également stimulé l'intérêt de plusieurs chercheurs. On dispose, ainsi, d'une littérature abondante qui cherche à analyser l'impact du conseil d'administration sur la performance. Les résultats de ces études sont dans l'ensemble mitigés et peu concluants.

Une raison possible qui peut expliquer cette divergence est que la plupart des recherches se limitent à supposer un pouvoir disciplinaire du conseil d'administration sans s'interroger sur l'insertion de ce mécanisme dans le système de gouvernement et sur les interrelations qui peuvent exister entre les différents mécanismes. Or, si on tient compte des éventuels effets de substituabilité, on peut s'attendre à ce que le rôle disciplinaire du conseil d'administration soit faible si le contrôle des dirigeants est assuré par des mécanismes alternatifs. Dans ces conditions, le conseil est susceptible de présenter différentes caractéristiques selon l'entreprise considérée et selon les mécanismes qui y sont mis en place. Malheureusement, peu d'études de recherche ont essayé de valider empiriquement cet argument. Certaines d'entre elles ont mis en évidence une certaine substitution du conseil d'administration par d'autres mécanismes internes tel que l'endettement et la structure de propriété (Charreaux et Pitol-Belin (1985), Rediker et Seth (1995), Bathala et Rao (1995), Godard (2001), Fernandez et Arrondo (2005)). Remarquons cependant que la plupart de ces études ont été menées sur le marché américain et européen. En plus, la majorité de ces recherches s'est bornée à apprécier le pouvoir disciplinaire du conseil d'administration par le pourcentage d'administrateurs externes y siégeant. Or, l'indépendance des administrateurs, bien qu'étant la dimension la plus étudiée du conseil d'administration, ne constitue pas pour autant le seul moteur de son efficacité. D'autres caractéristiques, tels que la taille du conseil, les motivations financières des administrateurs externes et la séparation des rôles de chef de la direction et de président du conseil, sont sensées renforcer le contrôle exercé par le conseil d'administration. Nous essayerons alors, dans le cadre de cette recherche, de vérifier si ces prédictions théoriques, testées dans les pays développés, demeurent valables dans *les pays émergents* et si nous pouvons établir des liens entre l'endettement et la structure de propriété et *d'autres caractéristiques du conseil d'administration*.

Le reste de l'article est structuré de la façon suivante. La seconde section présente le cadre théorique et les hypothèses de recherche. La troisième section traite des aspects méthodologiques. L'analyse et la discussion de nos résultats font l'objet de la quatrième section. La conclusion résume les principaux résultats de cette recherche, en rappelle les limites et présente des ouvertures.

1. CADRE THEORIQUE ET HYPOTHESES

Plusieurs éléments susceptibles d'interférer dans la relation entre actionnaires et dirigeants ont été mis en avant par la théorie de l'agence notamment le conseil d'administration, la structure de propriété et l'endettement qui font l'objet de notre étude. Plus spécifiquement, nous essayerons de mettre en exergue les liens éventuels qui peuvent exister entre ces mécanismes de gouvernance.

1.1. LE POUVOIR DISCIPLINAIRE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Le conseil d'administration chargé de représenter les intérêts des actionnaires apparaît comme l'instance suprême de contrôle au niveau de l'entreprise. Il est doté du pouvoir d'engager, de licencier et de rémunérer le chef de la direction ainsi que de ratifier et de contrôler les décisions importantes (Fama et Jensen (1983)).

Une revue des principales études portant sur le conseil d'administration nous a permis d'identifier plusieurs critères associés à l'efficacité du contrôle exercé par ce mécanisme. Il s'agit principalement de la taille du conseil d'administration, de l'indépendance des administrateurs, des motivations financières des administrateurs externes et du cumul des fonctions de directeur général et de président du conseil.

1.1.1. La taille du conseil

Plusieurs auteurs soutiennent qu'une grande taille du conseil d'administration renforce sa capacité de contrôle et améliore ses sources informationnelles. Grâce à sa structure diversifiée, un conseil composé d'un nombre important d'administrateurs fournit de meilleurs liens environnementaux et fait preuve d'une meilleure expertise. Dans ce sens, Pearce et Zahra (1992) et Dalton et al (1999) trouvent que les entreprises ayant un conseil d'administration de grande taille réalisent de meilleures performances.

A contre courant, Lipton et Lorsh (1992) pensent que les conseils de grande taille rendent le processus de communication et de prise de décision plus lourd et plus difficile. De plus, ils sont souvent plus affrontés à des problèmes de coordination et à un risque de collusion entre les membres du conseil. Jensen (1993) est d'avis qu'un conseil de plus grande envergure est moins efficace et

davantage assujetti à l'influence du chef de la direction. Certaines études empiriques supportent cette présomption. En particulier, Yermack (1996) et Eisenberg et al (1998) trouvent que la taille du conseil d'administration est négativement corrélée avec la performance de l'entreprise. Par ailleurs, Core et al (1999) montrent que la rémunération du dirigeant est plus élevée dans les entreprises ayant beaucoup de problèmes d'agence et présentant une faible structure de gouvernance qui se manifeste, entre autres, par une grande taille du conseil d'administration.

1.1.2. L'indépendance des membres du conseil

L'indépendance des administrateurs est probablement considérée comme étant la dimension la plus fondamentale du conseil d'administration et la plus étudiée en littérature. Les chercheurs en gouvernance et les rapports de gouvernement d'entreprise (Viénot (1999), Hampel (1998) et Cadbury (1992)) soutiennent que les administrateurs externes indépendants sont les mieux placés pour contrôler le dirigeant. Tout d'abord, ces administrateurs peuvent utiliser leurs compétences particulières et leur détachement pour apporter une vision critique des problèmes ou projets soumis par les dirigeants (Charreux et Pitol-Belin (1990)). En outre, ils fournissent leur point de vue indépendant et impartial leur permettant d'exercer un jugement objectif de la performance des dirigeants. Enfin, les administrateurs externes sont supposés avoir intérêt à maximiser la valeur de leur capital humain, fortement liée à leur réputation d'expert indépendant sur le marché des administrateurs (Fama (1980)).

En théorie, il est possible de distinguer les administrateurs externes indépendants, qui semblent n'entretenir aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société ou son groupe, de deux autres groupes d'administrateurs:

- D'une part, les administrateurs internes qui comprennent les employés de l'entreprise, de sa société mère ou de l'une de ses filiales. Ces administrateurs n'ont pas suffisamment de pouvoir pour contester les choix du dirigeant ou s'opposer à ses décisions puisqu'ils sont hiérarchiquement ses subordonnés et ils risquent de compromettre leurs avenir dans l'entreprise. Cependant, leur présence peut se justifier par un apport de connaissances spécifiques de l'entreprise et de son environnement.

- D'autre part, les administrateurs externes affiliés qui englobent les administrateurs ayant des relations d'affaires avec l'entreprise ou ses gestionnaires sans pour autant être employés de

l'entreprise (banquiers, fournisseurs, anciens employés de la société...). Ces membres affiliés sont moins susceptibles d'exercer leur rôle de contrôle que les administrateurs externes indépendants en raison de leurs relations avec les gestionnaires en place.

Le rôle disciplinaire des administrateurs externes¹ a été corroboré par plusieurs études empiriques. Certains auteurs ont mis en évidence que l'indépendance des administrateurs influe positivement sur la performance de l'entreprise (Daily et Dalton (1992) et Lasfer (2002)). Cette incidence positive des administrateurs externes est également confirmée par les études d'événement de Rosenstein et Wyatt (1990), Kaplan et Mintou (1994) et Shivdasani et Yermach (1999). Ces auteurs trouvent que la nomination d'un administrateur externe provoque en moyenne des rentabilités anormales positives.

1.1.3. Les motivations financières des administrateurs externes

Le pourcentage de capital détenu par les administrateurs externes met en relief les incitations de ces administrateurs, en tant qu'actionnaires, à remplir efficacement leurs fonctions de contrôleurs (Alexandre et Paquerot (2000)). Cet avis est partagé aussi par Minow et Bingham (1995) qui affirment que le meilleur moyen pour qu'un administrateur s'apparente dans son comportement à un actionnaire c'est d'être lui-même un actionnaire. Ceci peut s'expliquer par le fait qu'un administrateur ayant une participation importante au capital est susceptible de défendre plus âprement ses intérêts et donc de contester les propos de la direction car ses décisions auront un impact sur sa propre richesse (Patton et Baker (1987)). Dans le même sens, Jensen (1993) avance que la détention d'un pourcentage du capital de l'entreprise constitue un moyen permettant d'aligner les intérêts des administrateurs avec ceux des actionnaires et d'exercer ainsi un contrôle efficace de la gestion de l'entreprise. Plus l'engagement financier des administrateurs externes est important, plus la marge de manœuvre du dirigeant sera faible (Thiétart (1992)).

1.1.4. Le cumul des fonctions de directeur général et de président du conseil

Dans la littérature portant sur la séparation des postes de directeur général et de président du conseil d'administration, les avis divergent : certains soutiennent la dualité, d'autres la dénoncent.

Les partisans de la dualité estiment qu'il est important que la firme soit dirigée par une seule personne. Ils avancent que le cumul des deux fonctions permet d'avoir un leadership clair dans une perspective de formulation et de mise en œuvre de la stratégie et il devrait par conséquent conduire à une performance supérieure (Godard (1998)). De plus, ils soutiennent que la séparation des fonctions dilue le pouvoir du dirigeant et augmente la probabilité que les actions et les attentes du dirigeant et du conseil d'administration soient en contradiction, ce qui peut créer une certaine rivalité entre ces derniers. Peu d'études supportent ce courant théorique et montrent que le cumul des fonctions améliore la performance de la firme (Boyd (1995) et Godard et Schatt (2000)).

A contre courant, un grand nombre d'auteurs affirment que la dualité apparaît comme une entrave à la séparation des fonctions de décision et de contrôle. Mizruchi (1983) et Daily et Dalton (1993) précisent que le cumul des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général remet en cause l'indépendance du conseil dans la mesure où il accorde un rôle influent au dirigeant. De plus, cette forte concentration du pouvoir peut être à l'origine d'un comportement opportuniste et inefficace de la part du dirigeant, qui aura des conséquences néfastes sur la richesse des actionnaires. Dans ce sens, des études empiriques ont relevé un effet négatif de ce cumul de fonctions sur la performance de l'entreprise (Hermalin et Weisbach (1991) et Lasfer (2002)) et sur le risque de faillite des firmes (Daily et Dalton (1994)).

1.2. LA STRUCTURE DE PROPRIETE

Dans le cadre de cette recherche, nous nous intéressons à deux aspects de la structure de propriété à savoir la concentration du capital et la nature des actionnaires (investisseurs institutionnels et actionnaires dirigeants).

1.2.1. La concentration du capital

Demsetz (1983), Shleifer et Vishny (1986), ainsi que Agrawal et Mandelker (1990) suggèrent que la concentration du capital est un gage d'efficacité du contrôle de la gestion des dirigeants par les actionnaires. En effet, dans une firme dont le capital est très dispersé, aucun des propriétaires n'est incité à investir dans le contrôle des dirigeants car il sera seul à en supporter le coût alors que l'ensemble des actionnaires bénéficiera de cette action. Il est donc possible d'observer des

comportements de "free rider" au sein d'un actionnariat diffus et par conséquent les dirigeants peuvent laisser libre cours à leur opportunisme dans la gestion de la firme. En revanche, les actionnaires détenant une part significative du capital pourront trouver un intérêt à assumer le contrôle des dirigeants dans la mesure où ils s'approprient une part non négligeable des bénéfices supplémentaires ainsi réalisés. Ils seront donc incités à davantage d'activisme de façon à orienter la stratégie de la société dans le sens d'une meilleure valorisation de leurs titres et défendent ainsi "l'intérêt commun des actionnaires"(Charléty (2001)). Leur incitation à agir constitue la meilleure garantie de leur efficacité et probablement la moins onéreuse en terme de coûts d'agence (Mations et Paquerot (1999)).

Ces arguments avancés dans le cadre de la théorie de l'agence montrent bien que la présence d'actionnaires majoritaires constitue un facteur très important pour un bon gouvernement d'entreprise. De ce fait, on peut s'attendre à ce que le pouvoir disciplinaire du conseil d'administration soit faible dans les sociétés dont le capital est concentré, puisque la discipline sera assurée directement par les actionnaires dominants. Dans ce sens, certaines études empiriques ont relevé une relation négative entre la concentration du capital et l'intensité du contrôle exercé par le conseil d'administration mesurée par le pourcentage des administrateurs externes, la taille du conseil et la séparation des rôles de chef de la direction et de président du conseil (Charreaux et Pitol- Belin (1985), Mak et Ong (1999), Rediker et Seth (1995), Fernandez et Arrondo (2005), Agrawal et Knoeber (1996), Godard (2001)). D'où les hypothèses suivantes :

H1a : *La taille du conseil d'administration est négativement liée à la concentration du capital*

H1b : *Le pourcentage d'administrateurs externes est négativement lié à la concentration du capital*

H1c : *Le pourcentage du capital détenu par les administrateurs externes est négativement lié à la concentration du capital*

H1d : *Le cumul des rôles de chef de la direction et de président du conseil est positivement lié à la concentration du capital*

1.2.2. Les investisseurs institutionnels

Les investisseurs institutionnels ou financiers² 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 (Agrawal et Mandelker (1992)). 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 (La pointe (2000)).

Ces agents disposent également 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, une information abondante sur l'environnement et par conséquent une meilleure appréciation de la performance du dirigeant (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. Ces différents avantages leur permettent de contrôler efficacement la gestion des dirigeants à un coût plus faible comparativement à des actionnaires individuels isolés.

La présence des investisseurs institutionnels peut ainsi influencer le pouvoir disciplinaire du conseil d'administration. En effet, ces actionnaires tendent à assumer la supervision des dirigeants, ce qui réduit la contribution potentielle du conseil d'administration à cet égard. L'étude d'Agrawal et Knoeber (1996) supporte cette hypothèse. Nous suggérons donc les hypothèses suivantes:

H2a : *La taille du conseil d'administration est négativement liée au pourcentage de capital détenu par les investisseurs institutionnels*

H2b : *Le pourcentage d'administrateurs externes est négativement lié au pourcentage de capital détenu par les investisseurs institutionnels*

H2c : *Le pourcentage du capital détenu par les administrateurs externes est négativement lié au pourcentage de capital détenu par les investisseurs institutionnels*

H2d : *Le cumul des rôles de chef de la direction et de président du conseil est positivement lié au pourcentage de capital détenu par les investisseurs institutionnels*

1.2.3. La propriété managériale

Jensen et Meckling (1976) affirment que plus la part du capital détenue par les dirigeants est importante, plus la divergence entre leurs intérêts et ceux des actionnaires est faible. En d'autres termes, le dirigeant détenant une portion élevée des actions a peu d'intérêt à maximiser sa richesse personnelle par des comportements opportunistes préjudiciables pour le patrimoine de la société, puisqu'il en subit les contrecoups (baisse de la valeur de ses actions).

De ce fait, on peut s'attendre à ce que le rôle disciplinaire du conseil d'administration soit moins important dans les entreprises où la propriété managériale est élevée. Cette hypothèse est confirmée par certaines études empiriques (Hermalin et Weisbach (1988), Hermalin et Weisbach (1991), Bathala et Rao (1995), Rediker et Seth (1995), Mak et Ong (1999), Denis et Sarin (1999) et Fernandez et Arrondo (2005)). D'où les hypothèses suivantes :

H3a : *La taille du conseil d'administration est négativement liée au pourcentage de capital détenu par le dirigeant*

H3b : *Le pourcentage d'administrateurs externes est négativement lié au pourcentage de capital détenu par le dirigeant*

H3c : *Le pourcentage du capital détenu par les administrateurs externes est négativement lié au pourcentage de capital détenu par le dirigeant*

H3d : *Le cumul des rôles de chef de la direction et de président du conseil est positivement lié au pourcentage de capital détenu par le dirigeant*

1.3. L'ENDETTEMENT

Dans les modèles financiers de la théorie de l'agence, l'endettement apparaît comme un moyen efficace permettant de résoudre les conflits d'intérêts qui peuvent surgir entre les actionnaires et les dirigeants. En effet, en cas d'émission de dette, le dirigeant est contraint de faire face aux versements des annuités (Jensen et Meckling (1976), d'être plus performant (Grossman et Hart (1982)), de limiter son comportement discrétionnaire sur les *free cash flow* (Jensen (1986) et Stulz (1990)) et, enfin, de

cesser les opérations courantes de l'entreprise et d'opter pour sa liquidation (Harris et Raviv (1990)). Par conséquent, on peut s'attendre à ce que le recours à l'endettement servira comme un véritable substitut au contrôle exercé par le conseil d'administration. Dans ce sens, Bathala et Rao (1995) et Mak et Ong (1999) ont trouvé que la proportion des administrateurs externes au sein du conseil d'administration est inversement liée à l'endettement. Nous suggérons alors les hypothèses suivantes:

H4a: *La taille du conseil d'administration est négativement liée à l'endettement*

H4b: *Le pourcentage d'administrateurs externes est négativement lié à l'endettement*

H4c : *Le pourcentage du capital détenu par les administrateurs externes est négativement lié à l'endettement*

H4d : *Le cumul des rôles de chef de la direction et de président du conseil est positivement corrélé avec l'endettement*

1.4. VARIABLES DE CONTROLE

La structure de propriété et l'endettement ne sont pas les seuls facteurs pouvant influencer les caractéristiques du conseil d'administration. D'autres éléments tel que la taille de l'entreprise et la cotation en bourse peuvent également intervenir dans la détermination de la structure du conseil.

La taille de l'entreprise peut influencer la structure du conseil d'administration. En effet, les grandes entreprises sont généralement caractérisées par une grande visibilité et une grande complexité et par conséquent on peut s'attendre à ce qu'elles présentent une structure du conseil d'administration différente de celle des petites entreprises. Les études antérieures ont montré que la taille du conseil est positivement corrélée avec celle de la société (Charreaux et Pitol-Belin (1990), Yermack (1996), Denis et Sarin (1999), Godard (2001)). D'autres études ont relevé une incidence positive de la taille de l'entreprise sur l'indépendance du conseil d'administration (Rediker et Seth (1995) et Denis et Sarin (1999)).

La cotation en bourse peut également affecter les caractéristiques du conseil d'administration. En fait, les sociétés cotées sont plus visibles au public et par conséquent elles pourraient offrir plus de sièges au conseil d'administration aux représentants des intérêts du public. De plus, ces sociétés sont généralement caractérisées par des coûts d'agence plus élevés que ceux des autres sociétés et donc

elles tendent à avoir plus d'administrateurs externes siégeant au conseil. Enfin et pour être en mesure d'attirer les investissements directs étrangers, les sociétés cotées doivent donner une image traduisant une bonne gouvernance.

2. METHODOLOGIE

2.1. PRESENTATION DE L'ECHANTILLON ET DES SOURCES D'INFORMATIONS

La population cible pour cette étude est celle des entreprises tunisiennes faisant appel public à l'épargne. Le choix de ce pays émergent se justifie principalement par la familiarité des auteurs avec la réalité de ce pays et par leur accès aux données. L'échantillon final se compose de 47 entreprises dont 22 sont cotées en Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT) durant l'année 2002.

Les données de l'étude ont été recueillies manuellement à partir des sources d'information suivantes:

- Les documents d'informations, les prospectus d'émission d'emprunt obligataire, les prospectus d'émission d'actions et les rapports d'activité des entreprises disponibles au Conseil du Marché Financier ;
- Les états financiers publiés dans les bulletins officiels de la BVMT;
- Le site Web de la BVMT, les sites Web des entreprises et les entreprises elles-mêmes.

2.2. DEFINITION ET MESURE DES VARIABLES RETENUES

➤ La taille du conseil d'administration (TAILL)

Nous mesurons la taille du conseil d'administration simplement par le nombre d'administrateurs qui y siègent. Cette mesure a été également utilisée par Yermack (1996), Godard (2001) et Omri et Mehri (2003).

➤ L'indépendance des administrateurs (INDEP)

Cette variable est mesurée par la proportion des administrateurs externes siégeant au conseil d'administration. Nous considérons comme administrateurs externes ceux qui n'ont pas de liens hiérarchiques avec la direction (employés de l'entreprise, de sa société mère ou de l'une de ses filiales) et qui n'ont pas de liens familiaux apparents avec le président directeur général, le directeur

général ou le président du conseil. Cette dernière condition est vérifiée à partir de leurs noms de famille conformément aux études de Mayer et al (1997) et Matoussi et L'hakimi (2002).

➤ Le cumul des rôles de chef de la direction et de président du conseil (CUMUL)

Cette variable est mesurée par un indicateur qui prend la valeur de un quand les deux postes sont occupés par une même personne et zéro le cas échéant. Cette mesure a été utilisée par plusieurs recherches antérieures, nous citons à titre d'exemple Brickley et al (1997) et Mak et Ong (1999).

➤ Les motivations financières des administrateurs externes (MOTIV)

Cette variable est mesurée par le pourcentage du capital détenu par les administrateurs externes. Il convient à signaler, à cet égard que nous avons considéré la participation entière des organismes ou des entreprises qui admettent des représentants siégeant au conseil d'administration. En fait, ces représentants possèdent, à titre personnel, une part très limitée du capital qui leur permettait simplement de siéger au conseil d'administration³ et le cas échéant, ils ne détiennent aucune proportion du capital. Les décisions qu'ils prennent servent essentiellement les intérêts de l'organisme ou de l'entreprise qu'ils représentent (Abaoub et Ellouze (2001)).

➤ La concentration du capital (BLC1)

Cette variable est mesurée par le pourcentage de capital détenu par le principal actionnaire. Cette mesure est également utilisée par Godard (2001) et Shabou (2003).

➤ La présence d'investisseurs institutionnels (INSTI)

Nous mesurons cette variable par la proportion des actions détenues par les investisseurs institutionnels. Dans le cadre de cette étude nous avons considéré comme investisseurs institutionnels, les banques, les sociétés d'investissement, les compagnies d'assurances et les caisses de sécurité sociale. Cette variable a été mesurée de la même façon par Bathala et Rao (1995) et Omri (2002).

➤ L'actionnariat des dirigeants (DIRIG)

Cette variable est mesurée par le pourcentage de capital détenu par le Président Directeur Général et le cas échéant, le Directeur Général de l'entreprise. Cette mesure a été utilisée dans les écrits antérieurs dont ceux de Rediker et Seth (1995) et Fernandez et Arrondo (2005).

➤ L'endettement (ENDET)

L'endettement est mesuré par le levier financier soit le total des dettes divisé par le total des actifs. Cette mesure est également utilisée par Agrawal et Knoeber (1996) et Fernandez et Arrondo (2005).

➤ La taille de l'entreprise (LogTA)

La taille de l'entreprise est identifiée par le logarithme de la valeur comptable de l'actif total. Cette mesure est utilisée dans plusieurs études tel que Mak et Ong (1999) et Godard (2001).

➤ La cotation en bourse (COTAT)

La cotation en bourse est mesurée par une variable dichotomique qui prend la valeur de un dans le cas où la société est cotée en BVMT durant l'année 2002 et zéro le cas échéant.

2.3. LA METHODE D'ANALYSE

Pour répondre à notre objectif de recherche nous proposons d'estimer les quatre régressions suivantes :

$$\text{TAILL} = \beta_0 + \beta_1 \text{BLC1} + \beta_2 \text{INSTI} + \beta_3 \text{DIRIG} + \beta_4 \text{ENDET} + \beta_5 \text{LogTA} + \beta_6 \text{COTAT} + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{INDEP} = \beta_0 + \beta_1 \text{BLC1} + \beta_2 \text{INSTI} + \beta_3 \text{DIRIG} + \beta_4 \text{ENDET} + \beta_5 \text{LogTA} + \beta_6 \text{COTAT} + \varepsilon \quad (2)$$

$$\text{MOTIV} = \beta_0 + \beta_1 \text{BLC1} + \beta_2 \text{INSTI} + \beta_3 \text{DIRIG} + \beta_4 \text{ENDET} + \beta_5 \text{LogTA} + \beta_6 \text{COTAT} + \varepsilon \quad (3)$$

$$\text{CUMUL} = \beta_0 + \beta_1 \text{BLC1} + \beta_2 \text{INSTI} + \beta_3 \text{DIRIG} + \beta_4 \text{ENDET} + \beta_5 \text{LogTA} + \beta_6 \text{COTAT} + \varepsilon \quad (4)$$

A partir de régressions linéaires multiples, nous examinons l'impact de la structure du capital et de l'endettement sur l'indépendance des administrateurs, la taille du conseil d'administration et les motivations financières des administrateurs externes (les équations (1), (2) et (3)).

En utilisant un modèle de régression logistique, nous testons l'hypothèse relative à l'impact de la structure du capital et de l'endettement sur le cumul ou la séparation des rôles de chef de la direction et de président du conseil (l'équation (4)).

3. RESULTATS EMPIRIQUES

3.1. STATISTIQUES DESCRIPTIVES

Le tableau 1 présente les statistiques descriptives concernant les variables retenues dans l'analyse. La partie A de ce tableau couvre les variables continues alors que la partie B couvre les variables discrètes.

En moyenne, les conseils d'administration des entreprises de notre échantillon se composent de 7 membres. 43,15% d'entre eux sont des administrateurs externes et le pourcentage moyen des actions détenues par ces derniers est de 25,76%. Dans l'échantillon, 83% des entreprises confondent les fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration.

L'analyse descriptive de la répartition des titres de propriété entre les principaux actionnaires de notre échantillon montre que la structure de l'actionnariat de ces entreprises est fortement concentrée et que cette concentration est attribuable au premier actionnaire. Ce dernier détient à lui seul, en moyenne, 38,12%. Finalement, le niveau moyen d'endettement est de 51,29%.

3.2. TESTS MULTIVARIÉS

Pour vérifier l'absence de multicolinéarité entre les variables indépendantes, nous avons calculé les coefficients de corrélation de Pearson⁴ entre les variables indépendantes et nous avons également calculé les "*Variance Inflation Factor*" (VIF). Comme l'indique le tableau 2, tous les coefficients de corrélation sont sensiblement plus petits que 0,8 qui est la limite tracée par Kennedy (1985)⁵ à partir de laquelle on commence généralement à avoir des problèmes sérieux de multicolinéarité. De plus, le tableau 3 montre qu'aucun VIF ne dépasse 3⁶, ce qui nous conduit à conclure à l'absence de toute multicolinéarité problématique.

Le tableau 3 présente les résultats des différentes régressions linéaires. Le pouvoir explicatif des différents modèles apparaît satisfaisant puisque tous les coefficients F de Fisher sont significatifs au seuil de 1%.

Les résultats de la régression logistique sont résumés dans le tableau 4. Le test de χ^2 pour l'ajustement du modèle a une valeur de 15,96 et est significatif à 5% permettant de rejeter l'hypothèse nulle stipulant la nullité des coefficients (β).

La taille du conseil d'administration

Notons d'abord que, contrairement à l'hypothèse H1a, la concentration du capital ne semble pas avoir d'effet significatif sur la détermination de la taille du conseil d'administration. Ce résultat n'est pas cohérent avec celui de Godard (2001) qui stipule que la taille du conseil est d'autant plus faible que la part du capital détenu par le principal actionnaire est importante. Pour vérifier si le

comportement de cette variable ne change pas de signe, au-delà d'un certain pourcentage de capital détenu par le premier actionnaire, nous avons considéré, en plus de la variable continue BLC1, une variable dichotomique qui prend la valeur de un si BLC1 est supérieur à 50%⁷ et zéro sinon. Les résultats de ce test supplémentaire montrent également que le coefficient relatif à cette variable est positif (0,091) et non significatif ($p = 0,466$) signifiant que la concentration du capital n'a pas d'effet sur la taille du conseil d'administration.

Par ailleurs, nous constatons que le coefficient associé à la variable DIRIG est négatif et non significatif. Toutefois, la forte corrélation de la propriété managériale avec la cotation de l'entreprise et l'endettement pourrait faire en sorte que ces deux derniers absorbent son influence. Pour vérifier la plausibilité de cette explication, nous avons effectué un test supplémentaire là où nous avons éliminé les deux variables COTAT et ENDET. Les résultats de ce test indiquent effectivement que la variable DIRIG devient significative ($p = 0,003$) et négative (-0,430) et les résultats relatifs aux autres variables demeurent inchangés. Ceci implique donc que la taille du conseil d'administration est une fonction décroissante du pourcentage du capital détenu par le dirigeant.

En ce qui concerne la présence des investisseurs institutionnels et l'endettement, les résultats indiquent que les coefficients relatifs à ces variables sont négatifs (conformément aux signes attendus) mais non significatifs. Ceci implique que ces deux éléments ne semblent pas affecter le nombre des administrateurs siégeant au conseil.

Par ailleurs, les résultats montrent que la taille de l'entreprise joue un rôle important dans la détermination de la taille du conseil d'administration. Ce résultat est conforme aux études antérieures qui ont montré que la taille du conseil est positivement corrélée avec celle de la société et que la croissance externe entraîne le plus souvent une croissance de la taille du conseil (Yermack (1996), Denis et Sarin (1999), Godard (2001)).

La cotation en bourse influence également de façon significative la taille du conseil d'administration. Dans les sociétés cotées la taille du conseil tend à être plus importante que dans les sociétés non admises à la cote. Ceci peut s'expliquer par le fait que les sociétés cotées sont

généralement de grande taille et elles sont plus visibles au public et par conséquent elles offrent plus de sièges au conseil aux représentants du public.

L'indépendance des administrateurs

Contrairement à nos hypothèses H1b et H2b, le tableau 3 indique que l'indépendance du conseil d'administration est positivement et significativement liée à la concentration du capital et au pourcentage de capital détenu par les investisseurs institutionnels. Deux arguments probables à ces résultats méritent d'être soulignés. D'un côté, nous faisons remarquer que les actionnaires majoritaires et les investisseurs institutionnels ont généralement tendance à placer leurs représentants au conseil d'administration et qui sont considérés dans la présente recherche comme des administrateurs externes. D'ailleurs les coefficients de corrélation entre l'indépendance des administrateurs et les représentants de l'actionnaire principal et des investisseurs institutionnels sont respectivement de 0,522 et 0,494 et sont significatifs au seuil de 1%. Une analyse plus rigoureuse montrerait probablement que la plupart de ces détenteurs de bloc de contrôle détiennent des relations d'affaire avec l'entreprise (créanciers, assureurs, fournisseurs, clients...) et par conséquent certains administrateurs indépendants seraient en réalité affiliés au dirigeant. D'un autre côté, on peut penser que le renforcement de l'indépendance du conseil d'administration constitue le moyen le plus direct et le moins coûteux mis à la disposition des actionnaires majoritaires et des investisseurs institutionnels pour exercer un contrôle efficace de la gestion des dirigeants. En fait, « *the exit mechanism* » (c'est à dire la vente des blocs d'actions) est assez coûteux dans la mesure où il entraîne une forte baisse des cours boursiers. En d'autres termes, il pourrait exister un effet de complémentarité plutôt que de substituabilité entre, d'une part, la concentration du capital et la présence des investisseurs institutionnels et, d'autre part, l'indépendance des administrateurs. Il serait donc intéressant d'investiguer cette piste de recherche dans le futur.

Par ailleurs, nous constatons que les coefficients relatifs aux variables DIRIG et ENDET sont négatifs et non significatifs. Ce résultat n'est pas cohérent avec les écrits antérieurs. En effet, Rediker et Seth (1995), Bathala et Rao (1995) et Fernandez et Arrondo (2005) ont trouvé une relation négative entre, d'une part, la propriété managériale et l'endettement et, d'autre part, le pourcentage des

administrateurs externes siégeant au conseil. Toutefois, l'effet de la variable DIRIG peut être absorbé ici par la cotation de l'entreprise et l'endettement. En effet, selon la matrice de corrélation, ces deux variables sont significativement corrélées avec la propriété managériale. Réciproquement, ceci pourrait expliquer le fait que le coefficient relatif à l'endettement soit non significatif. Pour vérifier cette hypothèse plausible, nous avons effectué deux tests supplémentaires.

- Le premier consiste à éliminer du modèle les deux variables COTAT et ENDET. Les résultats de ce test indiquent que le coefficient associé à la propriété managériale devient significatif ($p = 0,001$) et négatif (-0,445) et les résultats relatifs aux autres variables restent inchangés. Ceci supporte donc notre hypothèse H3b et implique que le pourcentage des administrateurs externes est moins important dans les entreprises où le dirigeant détient une bonne part du capital. Ce résultat peut s'expliquer de deux façons différentes. La première suggère que la motivation du dirigeant à travers la participation au capital de l'entreprise permet de limiter les coûts d'agence et sert par conséquent comme substitut au contrôle exercé par les administrateurs externes. La deuxième explication suggère que dans une perspective d'enracinement, le dirigeant possédant une part importante du capital peut facilement échapper au contrôle du conseil d'administration en mettant en place des administrateurs qui soutiendront ses décisions, ce qui réduit l'indépendance du conseil.

- Le deuxième test consiste à reconduire l'analyse en éliminant du modèle la variable DIRIG qui est positivement et significativement corrélée avec l'endettement. Les résultats de ce test indiquent effectivement que la variable ENDET devient significative ($p = 0,072$) et négative (-0,178) et les résultats relatifs aux autres variables demeurent inchangés. Ce résultat est cohérent avec celui de Bathala et Rao (1995) et suggère que le recours à l'endettement substitue le contrôle exercé par les administrateurs externes.

Nous nous attendons à ce que le pourcentage des administrateurs externes au sein du conseil soit positivement lié à la taille de l'entreprise puisque les grandes sociétés sont généralement dotées de meilleurs systèmes de contrôle interne. Cependant nous remarquons, d'après le tableau 3, que cette variable (LogTA) est positive mais non significative, ce qui implique que la taille de l'entreprise n'a

pas d'effet sur la composition du conseil d'administration. Ce manque de significativité est peut être dû à l'homogénéité de la taille des sociétés de l'échantillon.

Soulignons enfin que la cotation en bourse semble jouer un rôle important dans la détermination de la composition du conseil d'administration. Les sociétés cotées en BVMT ont un pourcentage d'administrateurs externes au sein de leur conseil d'administration plus élevé que celui des sociétés hors cote. Ce résultat s'explique par le fait que les entreprises cotées sont généralement caractérisées par des coûts d'agence plus importants que les autres entreprises. De plus et pour pouvoir attirer les investissements directs étrangers, les sociétés cotées doivent donner une image traduisant une bonne gouvernance.

Motivations financières des administrateurs externes

Nos hypothèses H1c et H2c stipulent que le pourcentage du capital détenu par les administrateurs externes est négativement lié à la concentration du capital et à la présence des investisseurs institutionnels. Cependant, il apparaît dans le tableau 3, que les coefficients relatifs aux variables BLC1 et INSTI sont significatifs mais prennent des signes contraires à nos prévisions. Ceci peut s'expliquer par le résultat précédant qui a mis en évidence l'existence d'une relation positive et significative entre, d'une part, la concentration du capital et la présence des investisseurs institutionnels et, d'autre part, le pourcentage des administrateurs externes siégeant au conseil. D'ailleurs, le coefficient de corrélation entre l'indépendance du conseil et la motivation financière des administrateurs externes est positif (0,843) et significatif ($p = 0,000$).

En ce qui concerne l'actionnariat des dirigeants et l'endettement, les résultats ne sont pas concluants. Les coefficients relatifs à ces deux variables sont négatifs mais non significatifs, ce qui nous amène à rejeter les hypothèses H3c et H4c. Il apparaît donc que l'endettement et l'actionnariat des dirigeants affectent le nombre des administrateurs externes mais n'exercent pas d'influence significative sur le pourcentage du capital détenu par ces derniers.

Tel qu'indiqué au tableau 3, la taille de l'entreprise n'a pas d'effet significatif sur la motivation financière des administrateurs externes. Ce manque de significativité pourrait être dû à l'homogénéité de la taille des sociétés de notre échantillon.

Pour ce qui est de la cotation en bourse, les résultats indiquent que cette variable joue un rôle important dans la détermination du pourcentage du capital détenu par les administrateurs externes. Il apparaît donc que dans les sociétés cotées, caractérisées par des coûts d'agence importants, la part du capital détenu par les administrateurs externes tend à être plus importante que dans les autres sociétés.

Cumul des fonctions de directeur général et de président du conseil

Nous constatons d'abord, qu'à l'exception des signes des coefficients relatifs aux variables ENDET et LogTA, les signes obtenus des coefficients estimés sont conformes aux signes attendus.

En effet, et tel que le démontre le coefficient positif et significatif de la variable BLC1, le cumul des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général est positivement lié à la concentration du capital. Ce résultat corrobore l'hypothèse de substitution qui suggère que le pouvoir disciplinaire du conseil d'administration est d'autant plus faible que la concentration du capital est importante. Les actionnaires majoritaires auraient peut être tendance à opter pour le cumul des fonctions de présidence du conseil et de direction générale afin d'avoir un leadership clair dans une perspective de formulation et de mise en œuvre de la stratégie et éviter les désaccords éventuels entre le dirigeant et le conseil d'administration.

Par ailleurs, les résultats obtenus montrent que le coefficient relatif à la variable LogTA est positif et significatif au seuil de 10%, ce qui implique que le cumul des fonctions de présidence du conseil et de direction générale est plus fréquent dans les entreprises de grande taille que dans celles de petite taille.

Enfin, nous remarquons que l'actionnariat du dirigeant, la présence des investisseurs institutionnels, l'endettement et la cotation en bourse ne semblent pas exercer d'effet significatif sur le cumul des fonctions de président du conseil et de directeur général.

4. ANALYSE ADDITIONNELLE

Certains chercheurs (Charreaux et Pitol-Belin (1985)) ont mesuré la structure de capital par le type de l'entreprise (contrôlé, familiale et managériale) et ont mis en évidence que le rôle du conseil d'administration dans le contrôle des dirigeants est plus ou moins actif selon la catégorie de société

considérée. Nous avons essayé, dans cette partie, d'analyser l'impact de cette variable sur les caractéristiques du conseil d'administration. Pour cela, nous avons scindé notre échantillon en deux groupes : un groupe formé de 26 sociétés familiales et un groupe formé de 21 sociétés non familiales (contrôlées par une institution financière, une autre entreprise ou l'Etat). Nous avons ensuite comparé les différentes caractéristiques du conseil entre ces deux groupes et ce en utilisant le test de Student (pour les variables continues) et le test de Khi-deux (pour les variables dichotomiques). Les résultats de ces tests sont résumés dans le tableau 5.

Comme le fait apparaître le tableau 5, la structure du conseil d'administration diffère considérablement entre les deux groupes. Le pourcentage moyen des administrateurs externes siégeant au conseil d'administration des sociétés non familiales est de 76% alors que celui des sociétés familiales est de 17%, soit plus que 4 fois supérieur. Cette tendance se maintient aussi pour le pourcentage du capital détenu par les administrateurs externes et pour la taille du conseil. En revanche, les deux groupes de sociétés sont similaires en ce qui concerne la fréquence de cumul des fonctions de direction générale et de présidence du conseil. Ces conclusions sont également corroborées par le test de Student qui indique une statistique positive et significative au seuil de 1% et par le test de Khi-deux qui n'est pas significatif.

Pour compléter ces résultats nous avons reconduit l'analyse multivariée, menée dans la section trois, en ajoutant aux modèles testés la variable TYPE qui prend la valeur de un si l'entreprise est familiale et zéro sinon. Les résultats de cette nouvelle analyse sont résumés aux tableaux 6 et 7. Nous tenons à signaler à cet égard que la cotation en bourse n'a pas été introduite dans les régressions réestimées car cette variable est fortement corrélée avec le type de l'entreprise.

Tel qu'indiqué au tableau 6, le coefficient relatif au type de l'entreprise est négatif et significatif au seuil de 1% dans les trois premières régressions réestimées. Ceci suggère que la taille du conseil, le pourcentage des administrateurs externes et la part du capital détenue par ces derniers tendent à être plus importants dans les entreprises non familiales que dans les entreprises familiales. Deux raisons plausibles peuvent expliquer ces résultats. D'une part, les entreprises familiales dont le capital est concentré entre les mains des fondateurs ou de leurs descendants, ont un petit nombre d'actionnaires

importants, ce qui limite le choix des administrateurs parmi l'actionnariat. D'autre part, les familles-actionnaires, détenant la majorité des actions, ne sont pas contraintes de faire entrer au conseil les représentants d'autres groupes d'actionnaires. Elles ont plutôt tendance à placer leurs membres au conseil pour garder le contrôle de la société, ce qui limite la présence d'administrateurs externes ou d'autres actionnaires. D'ailleurs et tel que l'indique le tableau 5 le pourcentage moyen des membres de famille siégeant aux conseils (FAMIL) des sociétés familiales s'établit à 63%. Ces résultats sont cohérents avec ceux trouvés par Charreaux et Pitol-Belin (1985) et Godard (2001).

CONCLUSION

L'objectif de cette étude était d'analyser l'impact de la structure de propriété et de l'endettement sur le pouvoir disciplinaire du conseil d'administration. Ce pouvoir a été apprécié à travers quatre caractéristiques: la taille du conseil, le cumul des rôles de chef de la direction et de président du conseil, l'indépendance des administrateurs et l'importance de leur participation au capital de l'entreprise.

Les résultats issus des tests multivariés révèlent que la structure du conseil d'administration est liée aux autres mécanismes internes de contrôle, à la taille de l'entreprise et à la cotation en bourse. Plus précisément, les résultats indiquent que la propriété managériale, la taille de l'entreprise et la cotation en bourse constituent les principaux facteurs pouvant intervenir dans la détermination de la taille du conseil. Nous avons aussi trouvé que la concentration du capital et la taille de l'entreprise exercent une influence positive sur le cumul des rôles de président du conseil d'administration et de directeur général. De plus, il a été mis en évidence que l'indépendance des administrateurs est négativement liée à l'actionnariat des dirigeants et l'endettement, ce qui corrobore l'hypothèse de substitution des mécanismes de contrôle vérifiée par les études antérieures. Finalement, il a été montré que la présence des administrateurs externes ainsi que leurs participations au capital sont positivement liées à la concentration du capital, la présence des investisseurs institutionnels et la cotation en bourse. Ce résultat n'est pas cohérent avec ceux trouvés par les études menées dans les pays développés. Il peut s'expliquer, cependant, par le fait que la forte concentration du capital observée dans les marchés émergents fait que le recours aux prises de contrôle hostiles est une pratique absente en Tunisie. Par

conséquent, le renforcement de l'indépendance du conseil d'administration constituerait le moyen le plus direct et le moins coûteux mis à la disposition des actionnaires majoritaires et des investisseurs institutionnels pour exercer un contrôle efficace de la gestion des dirigeants.

Par ailleurs, il s'est révélé que les caractéristiques du conseil d'administration diffèrent considérablement selon le type de l'entreprise. En effet, la taille du conseil, le pourcentage des administrateurs externes et la part du capital détenue par ces derniers tendent à être plus importants dans les entreprises non familiales que dans les entreprises familiales. Ceci est homogène avec les résultats obtenus par Charreaux et Pitol-Belin (1985) et Godard (2001).

Les résultats de notre recherche supportent donc l'idée selon laquelle il n'existe pas une structure optimale du conseil qui convient à toutes les entreprises (*one size doesn't fit all (Levitt (1998))*). Chaque entreprise doit, lors de la composition de son conseil, tenir compte de ses caractéristiques internes et des autres mécanismes de gouvernance. En d'autres termes, elle est amenée à éviter la duplication du contrôle et à choisir la combinaison la plus efficiente des différents mécanismes pour aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires. Notre étude invite donc à une certaine prudence vis à vis des recherches qui concluent à une composition idéale des conseils d'administration.

Nos résultats fournissent aussi une explication plausible au manque de consensus entre les recherches antérieures examinant l'incidence des caractéristiques du conseil d'administration sur la performance. En effet et étant donnée que l'entreprise peut utiliser plusieurs mécanismes alternatifs, il peut ne pas exister une relation directe entre le conseil d'administration et la performance. Il sera donc plus judicieux d'analyser l'efficacité d'un système de gouvernance dans une perspective globale intégrant les différents mécanismes en même temps et ne pas se limiter à évaluer l'efficacité d'un mécanisme pris isolément. Dans ce cadre d'analyse, la déficience d'un mécanisme peut éventuellement être contrebalancée par l'action des mécanismes alternatifs.

Comme tout travail de recherche, notre étude présente certaines limites. D'abord, les résultats relatifs à l'impact de l'endettement et de la structure de propriété sur le cumul des fonctions de présidence du conseil et de direction générale doivent être interprétés avec un peu de précaution étant

donné que le nombre des sociétés ayant opté pour la séparation de ces rôles est assez réduit, ce qui peut limiter la robustesse des tests effectués.

Par ailleurs, nous mentionnons les approximations faites pour mesurer certaines variables. Nous pensons particulièrement à l'assimilation du pourcentage du capital détenu au pourcentage des droits de vote et à l'indépendance du conseil d'administration. Des recherches futures pourraient éventuellement, s'il y aura les données nécessaires, adopter des mesures plus subtiles et fournir des résultats plus clairs.

Finalement, la relation entre, d'une part, la structure du conseil d'administration et, d'autre part, la structure de propriété et l'endettement a été étudiée sous l'angle statique en supposant la stabilité des deux premiers mécanismes. Une étude dynamique sur une longue période permettra éventuellement d'apprécier cette stabilité et de mieux appréhender l'impact de l'endettement et la structure de propriété sur les caractéristiques du conseil d'administration.

La présente recherche s'inscrit dans une vision exclusivement financière de la gouvernance d'entreprise qui confère au conseil comme principal rôle d'aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires. Des recherches futures examinant les autres rôles du conseil, tels qu'ils se présentent dans les autres théories de la gouvernance (partenariale, cognitives, macroéconomique), seraient donc souhaitables. D'autant plus, que les résultats de l'analyse additionnelle indiquent une différence importante entre les caractéristiques des conseils d'administration des entreprises familiales et ceux des entreprises non familiales. Il serait donc intéressant d'investiguer la structure et le rôle du conseil dans les entreprises familiales qui constituent une part importante de notre tissu économique.

En outre, d'autres déterminants de la structure du conseil d'administration comme la performance, les opportunités de croissance, l'influence du secteur, l'âge de l'entreprise et d'autres caractéristiques du conseil tel que la compétence des administrateurs, la fréquence des réunions pourraient être pris en compte dans les recherches futures.

NOTES

1. Il convient de souligner que dans la plupart des études empiriques, il y a une certaine confusion entre les deux groupes d'administrateurs externes puisque les chercheurs utilisent indifféremment le terme « *outside director* »
2. Il s'agit des régimes de retraites privés et public, des fonds communs de placement, des banques, des quasi banques, des compagnies d'assurance et des fondations publiques et privées (La pointe (2000)).
3. Inspiré de la législation antérieure qui exige que les administrateurs soient des actionnaires
4. Les coefficients de corrélation de Spearman donnent des résultats semblables.
5. Limite citée dans Marrakchi. S (2000), " Gestion de bénéfice et gouvernement

d'entreprise : une étude empirique", Thèse de doctorat, *Faculté des Sciences de l'Administration, Université LAVAL*

6. Limite citée dans Marrakchi. S (2000), op. cit
7. Le code des sociétés commerciales exige à ce que l'assemblée générale statue à la majorité des voix des actionnaires présentés ou représentés, laquelle majorité dépend de la nature de la décision et du quorum requis. Dans ces conditions et admettons l'hypothèse extrême où les 100% des actions donnant droit au vote soient représentées lors de la première convocation, le premier actionnaire n'aura automatiquement le contrôle majoritaire que s'il détient plus que 50% du capital (Shabou (2003)).

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

Abaoub, E et D. Ellouze (2001), "Gouvernement des entreprises : les moyens de contrôle et de discipline des dirigeants", dans *Finance d'Entreprise* coordonné par Hubert de la BRUCELLERIE, Economica, pp. 213-243

Agrawal, A et C. Knoeber (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

Agrawal, A et G. Mandelker (1990), "Large shareholders and the monitoring of managers, the case of antitakeover charter amendments", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 25, n°2, pp. 143-167

Agrawal, A et G. Mandelker (1992), "Shark repellents and the role of institutional investors in corporate governance", *Managerial and Decision Economics*, Vol 13, pp. 15-22

Alexandre, H et M. Paquerot (2000) "Efficacité des structures de contrôle et

enracinement des dirigeants", *Finance Contrôle Stratégie*, Vol 3, n° 2, pp. 5-29.

Bathala, C et R. Rao (1995), "The determinants of Board composition: an agency perspective", *Managerial and Decision Economics*, Vol 19 , pp. 59-69

Berle, A et G. Means (1932), *The modern corporation and private property*. New York: MacMillan

Boyd, B (1995), "CEO duality and firm performance: a contingency model", *Strategic Management Journal*, Vol 16, pp. 301-312

Brickley, J, L. Coles et G. Jarrell (1997), "Corporate leadership structure on the separation of the position of CEO and chairman of the board", *Journal of Corporate Finance*, Vol 3, pp. 189-200

Cadbury Committee (1992), *Report on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Gee, London.

- Charl ty, P (2001), "Activisme des actionnaires: Le cas particulier des fonds de pension", *Bulletin COB*, n  354, pp. 17-35
- Charreaux, G et J. Pitol-Belin (1985), "La théorie contractuelle des organisations, une application au conseil d'administration", *Cahiers de l'IME*, n 81, Université de Bourgogne
- Charreaux, G et J. Pitol-Belin (1990), *Le conseil d'administration*, Vuibert Gestion
- Core, J, R. Holthausen et D. Larcker (1999), "Corporate governance, CEO compensation and firm performance", *Journal of Financial Economics*, Vol 51, pp. 371-406
- Daily, C et D. Dalton (1992), "The relationship between governance structure and corporate performance in entrepreneurial firms", *Journal of Business Venturing*, Vol 7, pp. 375-382
- Daily, C et D. Dalton (1993), "Board of directors leadership and structure: control and performance implications ", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol 17, pp. 65-81
- Daily, C et D. Dalton (1994), "Bankruptcy and corporate governance: The impact of board composition and structure", *Academy of Management Journal*, Vol 37, n 6, pp. 1603-1617
- Dalton, D, C. Daily, A. Ellstrand et J. Johnson (1999), "Number of directors and financial performance: A meta-analysis", *Academy of Management Journal*, Vol 42, pp. 674-686
- Demsetz, H (1983), "The structure of ownership and the theory of the firm ", *Journal of Law and Economics*, Vol 26 , pp. 375-390.
- Denis, D et A. Sarin (1999), "Ownership and board structures in publicly traded corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol 52, pp. 187-223
- Eisenberg, T, S. Sundgren et M. Wells (1998), "Larger board size and decreasing value in small firms", *Journal of Financial Economics*, Vol 48, pp. 35-54
- Fama, E (1980), "Agency problems and the theory of the firm", *Journal of Political Economy*, Vol. 88, n 2, pp. 288-307
- Fama, E et M. Jensen (1983), "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, Vol 26, pp. 301-326.
- Fernandez, C et R. Arrondo (2005), "Alternative internal controls as substitute of the board of directors", *Corporate governance: an international review*, Vol 13, n  6, pp 856- 866
- Godard, L (1998), " Les déterminants du choix entre un conseil d'administration et un conseil de surveillance ", *Finance Contrôle Stratégie*, Vol 1, n 4, pp. 39-61
- Godard, L (2001), "La taille du conseil d'administration: déterminants et impact sur la performance", *Cahier du FARGO n  1010702*
- Godard, L et A. Schatt (2000), " Faut-il limiter le cumul des fonctions dans les conseils d'administration ? ", *La Revue du Financier*, Vol 127, pp. 36 - 47
- Grossman, S et O. Hart (1982), "Corporate financial structure and managerial incentives", McCall, J (edit.), *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press
- Hampel, R. (1998), Committee on Corporate Governance: Final Report, Gee, London.
- Harris, M et A. Raviv (1990), "Capital structure and the informational role of debt", *The Journal of Finance*, Vol 45, pp. 321-349
- Hermalin, B et M. Weisbach (1988), "The determinant of board composition", *RAND Journal of Economics*, Vol 19, pp. 589-606
- Hermalin, B et M. Weisbach (1991), "The effect of board composition and direct incentives on firm performance", *Financial Management*, Vol 20, pp. 101-112
- Jensen, M (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *The American Economic Review*, Vol 76, n 2, pp. 323-329

- Jensen, M (1993), "The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems", *Journal of Finance*, Vol 48, pp. 831-880
- Jensen, M et W. Meckling (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, n°4, pp. 305-360
- Kaplan, S et B. Mintou (1994), "Appointments of outsiders to Japanese boards: determinants and implications for managers", *Journal of Financial Economics*, Vol 36, pp. 225-258
- Lapointe, P (2000), "Structure de propriété, investisseurs institutionnels et performance de l'entreprise: le point sur les connaissances", *Gestion*, Vol 25, n°3, pp. 58-69
- Lasfer, M (2002), "Board structure and agency costs", Working paper, City University Business School
- Lipton, M et J. Lorsch (1992), "A modest proposal for improved corporate governance", *Business Lawyer*, Vol 59, pp. 59-77
- Mak, Y et P. Ong (1999), "Changes in ownership structure and board structure after an initial public offering", <http://papers.ssrn.com>
- Marrakchi, S (2000), "Gestion de bénéfice et gouvernement d'entreprise : une étude empirique", Thèse de doctorat, *Faculté des Sciences de l'Administration, Université LAVAL*
- Mations, R et M. Paquerot (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*, Vol 2, N° 4, pp. 157-179
- Matoussi, H et S. L'hakimi (2002), "Appel public à l'épargne et gouvernance de l'entreprise tunisienne : Rôle de la nature des actifs et de la nature du contrôle", 2^{ème} journée internationale de la recherche en sciences de gestion
- Mayers, D, A. Shivdasani et W. Smith (1997), "Board composition and corporate control: Evidence from the insurance industry", *The Journal of Business*, Vol 70, pp. 33-62
- Minow, N et K. Bingham (1995), "The ideal board" In Monks. R et N. Minow (eds), *Corporate governance*, Blackwell publishers. Cambridge. Mass
- Mizruchi, M (1983), "Who controls whom? An examination of the relation between management and boards of directors in large American corporations", *Academy of Management Review*, Vol 8, n°3, pp. 426-435
- Omri, M (2002), "Rôle des investisseurs institutionnels et performances des entreprises tunisiennes", *Cahiers Africains d'Administration Publique*, n°58
- Omri, A et B. Mehri (2003), "Conseil d'administration et performance des entreprises tunisiennes", *African Administrative studies*, n°60
- Patton, A et J. Baker (1987), "Why do not directors rock the boat? ", *Harvard Business Review*, Vol 65, pp. 10-12
- Pearce, J et S. Zahra (1992), "Board composition from a strategic contingency perspective", *Journal of Management Studies*, Vol 29, pp. 411-438
- Rapport Viénot (1999), Rapport du comité sur le gouvernement d'entreprise, AFEP-MEDEF
- Rechner, P and D. Dalton (1991), "CEO duality and organisational performance: a longitudinal study", *Strategic Management Journal*, Vol 12, pp. 155-160
- Rechner, P et D. Dalton (1986), "Board composition and shareholder wealth an assessment", *International Journal of Management*, Vol 3, pp. 86-92
- Rediker, K et A. Seth (1995), "Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms ", *Strategic Management Journal*, Vol 16, pp. 85-99
- Rosenstein, S et J. Wyatt (1990), "Outside directors, board independence and shareholder wealth", *Journal of Financial Economics*, Vol 26, n°2, pp. 175-191

Shabou, R (2003), "Nature des détenteurs de blocs de contrôle, mécanisme de contrôle et performance financière des entreprises tunisiennes", *Gestion* (2000), n° 6

Shivdasani, A et D. Yermack (1999), "CEO involvement in the selection of new board members: an empirical analysis", *Journal of Finance*, Vol 54, n°99, pp. 1829-1853

Shleifer, A et R. Vishny (1986), "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, Vol 94, pp. 461-479

Stulz, R (1990), "Managerial discretion and optimal financing policies", *Journal of Financial Economics*, Vol 26, pp. 3-27

Thiétart (1992), "Contrôle des dirigeants et pouvoir des gestionnaires: comment assurer l'équilibre? ", *Revue Française de Gestion*, n°87, pp. 58-62

Yermack, D (1996), "Higher market valuation of companies with a small board of directors", *Journal of Financial Economics*, Vol 40, pp. 185-211

Annexes

Tableau 1: Statistiques descriptives

Partie A : Variables continues

Variable	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Médiane	Maximum
TAILL	7,36	2,48	3	7	12
INDEP	43,15	34,90	0	50	91,67
MOTIV	25,77	31,24	0	6,78	99,98
BLC1	38,12	17,95	10,46	34,03	79,17
DIRIG	10,33	18,39	0	0,42	72,05
INSTI	22,86	22,77	0	14,14	99,98
ENDET	51,29	20,56	5,74	52,17	91,74
TA	45400,73	34437,53	4217,98	39925,85	150286,30
LogTA	4,54	0,33	3,63	4,60	5,18

Tableau 1 : Statistiques descriptives

Partie B: Variables dichotomiques

	COTAT		CUMUL	
	Hors cote	Cotées	Séparation des fonctions	Cumul des fonctions
Fréquence	25	22	8	39
Pourcentage	53,2	46,8	17	83

Tableau 2 : Matrice de corrélation

	BLC1	INSTI	DIRIG	ENDET	LogTA	COTAT
BLC1	1	-0,081	0,250	0,089	-0,115	-0,194
INSTI		1	-0,242	0,251	0,183	0,101
DIRIG			1	0,431***	-0,221	-0,462***
ENDET				1	0,063	-0,262
LogTA					1	0,201
COTAT						1

***La corrélation est significative au niveau de 1%

Tableau 3 : Résultats des régressions linéaires

		Variable	Coefficient β	Ecart type	Seuil de signification	VIF
Variable dépendante	TAILL	Constante	-4,854	4,204	0,255	0,00
		BLC1	0,141	0,017	0,249	1,079
		INSTI	-0,087	0,014	0,509	1,279
		DIRIG	-0,256	0,021	0,106	1,783
		ENDET	-0,017	0,017	0,905	1,514
		LogTA	0,330	0,920	0,010	1,113
		COTAT	0,387	0,653	0,006	1,311
		R ² = 0,462 R ² ajusté = 0,382 F = 5,731 p = 0,000 N = 47				
	INDEP	Constante	-0,585	0,447	0,198	0,00
		BLC1	0,324	0,002	0,001	1,079
		INSTI	0,410	0,002	0,000	1,279
		DIRIG	-0,167	0,002	0,160	1,783
		ENDET	-0,106	0,002	0,331	1,514
		LogTA	0,123	0,098	0,191	1,113
COTAT		0,516	0,069	0,000	1,311	
R ² = 0,693 R ² ajusté = 0,647 F = 15,083 p = 0,000 N = 47						

MOTIV	Constante	-79,866	48,507	0,096	0,000
	BLC1	0,272	0,192	0,018	1,079
	INSTI	0,569	0,165	0,000	1,279
	DIRIG	-0,026	0,241	0,854	1,783
	ENDET	-0,106	0,199	0,424	1,514
	LogTA	0,168	10,614	0,141	1,113
	COTAT	0,305	7,531	0,016	1,311
	R ² = 0,549		R ² ajusté = 0,481	F = 8,113	p = 0,000

Tableau 4 : Résultats de la régression logistique

Variable	Coefficient β	Ecart type	Seuil de signification	
Variable dépendante CUMUL	Constante	-21,413	12,134	0,776
	BLC1	0,091	0,044	0,039
	INSTI	0,046	0,031	0,136
	DIRIG	0,232	0,155	0,135
	ENDET	-0,046	0,030	0,120
	LogTA	4,796	2,787	0,085
	COTAT	-1,728	1,372	0,207
	R ² de Nagelkerke = 48,1%		$\chi^2 = 15,968$	p = 0,013

Tableau 5 : Caractéristiques du conseil d'administration selon le type de l'entreprise

	TYPE	N	Moyenne	T-test	Test de χ^2
TAILL	0	21	9,24	t	NA
	1	26	5,85	p	
INDEP	0	21	0,76	t	NA
	1	26	0,17	p	
MOTIV	0	21	51,56	t	NA
	1	26	4,94	p	
FAMIL	0	21	0,02	t	NA
	1	26	0,63	p	
CUMUL	0	21	NA	NA	χ^2 0,201
	1	26			p (0,654)

1: Sociétés familiales 0: Sociétés non familiales **Le test est significatif au niveau de 1%

Tableau 6 : Résultats des régressions linéaires ré estimées

Variable	Coefficient β	Ecart type	Seuil de signification	VIF	
Variable dépendante: TAILL	Constante	4,751	3,786	0,217	0,000
	BLC1	-0,139	0,015	0,198	1,280
	INSTI	-0,431	0,013	0,001	1,683
	DIRIG	-0,191	0,017	0,132	1,749
	ENDET	0,200	0,015	0,113	1,722
	LogTA	0,165	0,787	0,122	1,242
	TYPE	-0,805	0,682	0,000	2,165
	R ² = 0,647		R ² ajusté = 0,594	F = 12,239	p = 0,000
INDEP	Constante	0,657	0,454	0,155	0,000
	BLC1	0,053	0,002	0,558	1,280
	INSTI	0,095	0,002	0,365	1,683
	DIRIG	-0,166	0,002	0,124	1,749

MOTIV	ENDET	0,077	0,002	0,469	1,722
	LogTA	-0,010	0,094	0,911	1,242
	TYPE	-0,741	0,082	0,000	2,165
	R ² = 0,744 R ² ajusté = 0,706 F = 19,398 p = 0,000 N = 47				
	Constante	11,022	47,018	0,816	0,000
	BLC1	0,054	0,182	0,606	1,280
	INSTI	0,304	0,165	0,015	1,683
	DIRIG	0,022	0,208	0,858	1,749
	ENDET	0,062	0,185	0,615	1,722
	LogTA	0,041	9,773	0,690	1,242
	TYPE	-0,623	8,466	0,000	2,165
	R ² = 0,657 R ² ajusté = 0,606 F = 12,783 p = 0,000 N = 47				

Tableau 7 : Résultats de la régression logistique réestimée

	Variable	Coefficient β	Ecart type	Seuil de signification
Variable dépendante CUMUL	Constante	-16,239	11,228	0,148
	BLC1	0,087	0,045	0,056
	INSTI	0,048	0,034	0,156
	DIRIG	0,281	0,165	0,087
	ENDET	-0,041	0,031	0,190
	LogTA	3,271	2,341	0,162
	TYPE	0,419	1,284	0,743
	R ² de Nagelkerke = 43,7% $\chi^2 = 14,253$ p = 0,02 N = 47			