



Systemes de gouvernance et performance des entreprises tunisiennes

L'objectif de cet article est d'étudier l'impact des différentes variables de gouvernement sur la performance des entreprises tunisiennes. Il existe à l'échelle internationale, trois systèmes de gouvernement d'entreprises : un orienté marché, un orienté réseau et un intermédiaire. La Tunisie se situe dans le dernier système. L'analyse des études empiriques antérieures portant sur la relation entre performance et gouvernement montre que l'adoption des mécanismes de contrôle du dirigeant n'a pas toujours un effet significatif sur la performance. À partir d'un échantillon de 43 entreprises cotées à la Bourse des valeurs mobilières de Tunis, de 1995 à 2000, ce travail montre qu'il existe une relation statistiquement significative entre les modes de gouvernement et la performance.

Nous assistons ces dernières années à un changement dans les modes de gestion des entreprises. La relation entre les actionnaires, les dirigeants et les divers partenaires est en train de se transformer suite aux multiples modifications de la législation en matière de fonctionnement des sociétés dans différents pays du monde.

La Tunisie a entamé différentes réformes du système financier, fiscal et comptable et en matières de droit des sociétés. L'importance de ces réformes découle principalement des mutations que connaît la Tunisie aussi bien sur le plan technologique que sur le plan économique avec une ouverture croissante de ses frontières. Avec l'importance du rôle joué par les entreprises dans ce contexte, en tant que moteur de création de richesses, il s'avère intéressant d'étudier l'organisation du pouvoir formel entre le dirigeant, le conseil d'administration et les actionnaires. Ces relations de pouvoir seront reprises sous le terme de gouvernement d'entreprise.

Dans cet article, nous nous proposons d'étudier l'impact des systèmes de gouvernement sur la performance des entreprises tunisiennes. Nous nous attacherons d'abord, à présenter les différents systèmes de gouvernement d'entreprises à travers le monde. Ensuite, nous traiterons de l'état de la recherche empirique étudiant la relation entre système de gouvernement et performance. Enfin, nous essayerons d'analyser cette relation dans le cadre d'un échantillon d'entreprises tunisiennes.

I. – DIFFÉRENTS SYSTÈMES DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE À TRAVERS LE MONDE

Durant la dernière décennie du XX^e siècle, plusieurs pays ont adopté différents systèmes de gouvernement qui traduisent les différences culturelles ainsi que les variétés des systèmes législatifs et institutionnels. Moerland (1995a, 1995b) classe les systèmes de gouvernement d'entreprise en système orienté marché et en système orienté réseau. Charreaux (1997) a dégagé les principales caractéristiques des deux systèmes en fonction de la distinction entre le rôle préventif et curatif. Entre les deux systèmes, il existe un système intermédiaire.

1. Le système orienté marché

Dans ce système, le pouvoir des actionnaires est fortement institutionnalisé. En effet, l'entreprise est considérée comme étant une combinaison d'administrateurs exécutifs qui opèrent dans l'intérêt des actionnaires, ou comme étant un instrument en vue de créer de la richesse pour les actionnaires (Weimer et Pape, 1999). À cet effet, le cadre législatif, particulièrement

américain et anglais, offre une importante protection aux actionnaires. Aux États-Unis, cette protection a été formulée, à titre d'exemple, par : The Securities Exchange Act (1934); The Securities Investors Act (1970); The Insider Trading Sanctions Act (1984) et The Private Securities Litigation Act (1995), un cadre législatif comparable se trouve au Royaume Uni avec The Company Securities Act (créé en 1985 et révisé en 1989); The City Code on Takeovers and Mergers et The Financial Services Act (1986).

Le système de gouvernement orienté marché est caractérisé, également, par un conseil d'administration moniste où les fonctions de direction et de contrôle ne sont pas séparées. Cependant, il existe des administrateurs exécutifs et non exécutifs. Ces derniers sont censés exercer leurs devoirs de loyauté, de protection et de bon jugement des affaires, leur principale responsabilité et celle des actionnaires (Lorsch et MacIver, 1989). Les administrateurs exécutifs et non exécutifs sont désignés et révoqués par l'assemblée générale des actionnaires. Le marché boursier joue un rôle important dans ce système de gouvernement. Reste que la caractéristique la plus appropriée à ce système est le caractère actif du marché de contrôle. Particulièrement, pour les États-Unis et le Royaume Uni, les opérations de prise de contrôle sont considérées comme étant une fonction centrale du marché boursier. Prowse (1995) rapporte que le volume annuel moyen des opérations de prise de contrôle rapporté à la capitalisation boursière sur la période 1985-1989 est égal à 41,1 % aux États-Unis et de 18,7 % au Royaume Uni, comparé à 2,3 % et 3,1 %, respectivement pour l'Allemagne et le Japon.

Le contrôle du dirigeant est assuré par un marché de prise de contrôle actif, un marché des cadres dirigeants concurrentiel et un rôle actif des investisseurs institutionnels. L'insuffisance de la performance est toujours sanctionnée par la vente des actions, les pressions des achats de l'extérieur et par les prises de contrôle inamicales.

En termes de structure de propriété, le système orienté marché est caractérisé par une propriété dispersée. L'OCDE (1997), estime qu'aux États-Unis et au Royaume Uni, les cinq plus grands actionnaires détiennent en moyenne de 20 % à 25 % du total des actions. La dispersion de la propriété explique, en partie, l'existence d'un marché de contrôle actif. Le dynamisme du marché de contrôle constitue une véritable menace pour les dirigeants inefficaces. En fait, il permet le transfert du contrôle des dirigeants non performants à une autre équipe managériale qui sera désignée par l'acquéreur en cas de réussite de l'offre publique d'achat (OPA). En effet, selon Weimer et Pape (1999) lorsque la structure de propriété est dispersée, les mécanismes à la disposition des actionnaires pour contrôler d'une manière directe le dirigeant sont faibles.

De même, la rémunération est liée à la performance et les plans de stock-options constituent la forme la plus courante de rémunération.

Finalement, le système de gouvernement orienté marché est caractérisé par des relations économiques à court terme. Porter (1992) et Prodhon (1993) ont remarqué que les dirigeants dans les pays anglosaxons sont « myopes » ; ils focalisent leur attention sur l'augmentation des résultats des prochains trimestres, tout en négligeant les investissements dont les résultats ne sont pas immédiats à l'exemple des inves-

tissements en recherche et développement ou en formation. Cet avis est, cependant, contesté par Shleifer et Vishny (1997).

2. Le système orienté réseau

Si le gouvernement d'entreprise aux États-Unis et en Grande Bretagne est caractérisé par « faibles propriétaires – forts dirigeants », celui de l'Allemagne et du Japon est sous la forme « forts propriétaires en blocs – faibles actionnaires majoritaires ».

Le système allemand

Dans ce système, l'entreprise n'est pas considérée comme étant un moyen pour créer de la valeur aux actionnaires. Elle est plutôt considérée comme étant une entité économique autonome, constituée par une coalition de diverses parties prenantes, à l'exemple des actionnaires, des dirigeants, des employés, des fournisseurs de biens et services, des créanciers et des clients qui veillent à la continuité de l'entreprise (Moerland, 1995a). Contrairement au système orienté marché, l'approche allemande de gouvernance est caractérisée par une structure de direction dualiste. En effet, cette dernière comprend le directoire et le conseil de surveillance. Ces deux entités fournissent une séparation entre les fonctions de direction et de contrôle. Les membres du directoire sont désignés et limogés par le conseil de surveillance.

Les partenaires les plus importants sont les employés et les actionnaires qui sont très bien représentés dans le conseil de surveillance. En effet, toute entreprise allemande dont le nombre des employés est supérieur à 2000 est obligée de réserver la moitié des sièges du conseil de surveillance aux représentants des employés. Les syndicats sont habilités, par le droit, à la vérifica-

tion du respect de ces règles (Schneider-Lenné, 1994).

Les grandes banques allemandes sont d'influents partenaires. À part leur rôle de financement, leur influence s'exerce par deux moyens :

- la détention d'un bloc de contrôle. Contrairement au contexte américain, il y a peu de restrictions légales à ce que les banques allemandes aient des participations directes dans des entreprises non financières ;

- elles jouissent d'une représentation au sein des conseils de surveillance. Les présidents des conseils de surveillance sont parfois des représentants des banques.

Le marché boursier joue un rôle moins important dans les économies orientées réseaux. Également, un marché de contrôle actif est généralement inexistant. En Allemagne, l'influence exercée sur le processus de prise de décision managérial n'est pas réalisée par « la main invisible » du marché boursier mais plutôt *via* « la main visible » du dialogue entre les membres du directoire et les membres du conseil de surveillance sur la table de négociation, selon l'expression de Weimer et Pape (1999).

La structure de propriété est relativement concentrée. Cette situation explique, en partie, l'état du marché de contrôle. Plus cette structure est concentrée, plus il existe de mécanismes utilisés par les actionnaires afin d'imposer leurs stratégies aux dirigeants, moins l'option du dernier recours (l'OPA hostile) est utilisée.

Le recours à une rémunération en fonction de la performance est limité, bien qu'il soit

de plus en plus important. Finalement et selon Gelauff et Den Broeder (1996) l'importance de la propriété des entreprises non financières et des banques ainsi que l'influence des employés ont renforcé l'existence de relations stables à long terme.

Le système japonais

La dimension culturelle est très prépondérante au Japon. L'un des traits culturels qui a eu le plus d'impact est le sens de la « famille » et l'importance d'arriver toujours à un consensus. En plus, peu d'intérêt est accordé aux litiges (ICMG¹, 1995). Le système de gouvernance japonais a, cependant, certains traits propres au contexte anglo-saxon. Cela est dû essentiellement à l'occupation américaine durant les années 1945 à 1952 (Harrisson, 1997). La perspective institutionnelle de l'entreprise est l'un des traits caractéristiques du contexte japonais. Ce fait trouve son expression dans les liens interentreprises assez perceptibles en ce qui s'appelle Keiretsu.

L'organisation du conseil d'administration est également une question complexe. Ce dernier est composé d'un conseil d'administrateurs, d'un office d'administrateurs représentatifs, ainsi qu'un office d'auditeurs qui ont chacun une responsabilité bien spécifique. Cependant, les entreprises japonaises ont créé une sous structure informelle du conseil d'administration qui a conduit à un conseil composé de membres internes et externes ce qui ressemble approximativement au système moniste américain et anglais (Aoki, 1984b ; Corbett, 1994). De façon comparable au contexte allemand, les employés ainsi que les action-

1. International Capital Markets Group.

naires sont d'importants partenaires de l'entreprise. À cet égard, Aoki (1984b) présente une métaphore assez significative : la firme est une coalition du corps des employés et du corps des actionnaires, intégrés et séparés par les dirigeants qui agissent de manière à trouver un équilibre entre les intérêts des deux parties. Le concept d'emploi est également un trait caractéristique de l'économie japonaise. Selon le code commercial japonais, les actionnaires sont d'importants partenaires. Cependant, pour des motifs culturels, leur rôle est tout à fait différent de celui des autres systèmes de gouvernement (ICMG, 1995). Comme dans le cas des entreprises allemandes, les grandes banques sont des partenaires influents, ils ont des relations très étroites avec leurs clients (Harrison, 1997) et constituent le noyau du réseau des firmes constitutives du Keiretsu. Cette influence est due à trois raisons essentielles :

- le niveau d'endettement des entreprises japonaises est très élevé par rapport aux standards internationaux (Corbett, 1994) ;
- les banques sont également des actionnaires dans les entreprises constitutives du Keiretsu. Cette propriété est, cependant, limitée lorsqu'elle est considérée au niveau de chaque firme ;
- l'existence des personnels de la banque dans les firmes du Keiretsu comme organe de direction et de contrôle. Ils occupent les positions d'administrateurs indépendants et de dirigeants (Corbett, 1994).

Le marché boursier joue un rôle important dans l'économie japonaise. Cependant, il n'existe pas de marché de contrôle. En effet, l'arrivée à un consensus est une valeur culturelle et les opérations de prise de contrôle hostiles sont considérées comme une injure (Moerland, 1995a). La propriété

est plus dispersée qu'en Allemagne mais non comparable à celle des États-Unis. Ceci est dû au fait que la propriété entre entreprises est relativement moins importante (Weimer et Pape, 1999). La relation entre rémunération et performance n'est pas significative au Japon (Abowd et Bognanno, 1995). Finalement, une relation à long terme est propre au contexte japonais où le sens de la famille et la recherche de consensus ne font que remplacer les liens entre le groupe des partenaires et la firme.

3. Le système intermédiaire

Les caractéristiques de ce système découlent des combinaisons des aspects des deux systèmes déjà cités. Le concept de l'entreprise dans les pays représentant ce système se trouve entre le point de vue instrumental (système orienté marché) et le point de vue institutionnel (système orienté réseau). La France, pays appartenant à ce système, donne le choix entre l'adoption d'une structure de direction moniste ou dualiste. Cependant, la majorité des entreprises cotées, soit 98 % ont choisi un système moniste (ICMG, 1995). La loi française ne fait pas de distinction explicite entre administrateurs exécutifs et non exécutifs. Cependant, selon Weimer et Pape (1999), deux tiers des membres du conseil peuvent être classés comme étant des non exécutifs. Ils ne sont pas, cependant, indépendants dans la mesure où ils sont, dans la plupart des cas, les représentants des principaux actionnaires.

Le pouvoir dont dispose le président-directeur général est un trait caractéristique de ce système de gouvernance. Il s'agit de la prédilection pour une concentration des pouvoirs (ICMG, 1995). Dans ce système, l'actionnaire minoritaire est

susceptible de jouer un rôle important (les administrateurs peuvent être destitués par des actionnaires minoritaires). En Tunisie, les actionnaires minoritaires possédant au minimum 15 % du capital peuvent changer la décision prise par le dirigeant lorsqu'elle est de nature à porter atteinte à leurs intérêts (Code des sociétés commerciales, 2000).

L'influence exercée par les employés est également moins institutionnalisée que celle observée en Allemagne.

Selon De Jong (1989) et Moerland (1995a, 1995b), la structure de propriété dans le cadre français est caractérisée par un important actionnariat des holdings, de l'État ainsi que de la propriété familiale. Les banques sont également d'importants actionnaires des entreprises françaises et espagnoles contrairement au cas italien et belge. Selon Franks et Mayer (1990), le gouvernement français a exercé une influence perceptible qui s'est manifestée par son aptitude à retarder et à gérer le déroulement des opérations de prise de contrôle jugées aller contre l'intérêt national.

Le marché boursier joue un rôle économique moins important comparé à celui joué dans le système orienté marché. De même, il n'existe pas un marché de contrôle actif.

La structure de propriété explique le faible volume de transactions sur le marché de contrôle :

- la concentration de propriété est relativement élevée en France, en Italie et en Espagne. En Tunisie, elle l'est encore plus. Le pourcentage des actions détenues par les 5 premiers actionnaires est de 48 % en

France, 87 % en Italie (OCDE, 1997) et 88 % en Tunisie²;

- en Italie, la majorité des 200 premières sociétés sont contrôlées par des familles (Zingales, 1994).

La rémunération liée à la performance n'est pas une pratique courante. Cependant, selon Abowd et Bognanno (1995), la France fait l'exception. Des relations à caractère durable sont avantagées dans ce contexte.

II. – ÉTUDES EMPIRIQUES RELATIVES À LA RELATION ENTRE LE SYSTÈME DE GOUVERNEMENT ET LA PERFORMANCE DES ENTREPRISES

Les différentes études traitant le gouvernement d'entreprise mettent en relief la relation entre le pourcentage du capital détenu par le dirigeant, la présence d'un actionnaire minoritaire, la présence d'un actionnaire important, le pouvoir des créanciers, les caractéristiques du conseil d'administration, le changement du dirigeant et la performance des entreprises.

1. Actionnariat du dirigeant

Dans la situation où le capital est dispersé entre un grand nombre d'actionnaires, ces derniers ne peuvent pas contrôler les activités du dirigeant. Le fait que le dirigeant soit un actionnaire important dans l'entreprise qu'il gère a pour effet notamment de réduire les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants dans la mesure où il risque de supporter pécuniairement la baisse de performance en cas de mauvaise

2. Si on tient compte des structures de propriétés familiales, pyramidales et croisées, le taux pour la Tunisie sera encore plus élevé.

gestion de sa part (Jensen et Meckling, 1976). La convergence des intérêts réduit l'asymétrie de l'information, le hasard moral et la sélection adverse dans le choix de la politique par le dirigeant qui a intérêt à maximiser la valeur des actions.

Stulz (1988) et Mork *et al.* (1988) soulèvent les différents problèmes qui résultent d'un pourcentage élevé d'actions détenues par le dirigeant dans la firme qu'il gère. Stulz (1988) insiste sur les avantages non pécuniaires qui reviennent au dirigeant. Il cite l'opportunité d'investir dans des projets qu'il préfère, le recrutement des amis ou des proches et la possibilité de résister à une OPA.

Denis *et al.* (1994) indiquent une forte diminution de la probabilité de révocation du dirigeant lorsque celui-ci possède plus de 10 % des actions. Plus de 90 % des départs non routiniers se passent dans des firmes où les dirigeants possèdent moins de 5 % du capital.

2. Présence des actionnaires minoritaires

Dans les entreprises à actionnariat diffus, les actionnaires minoritaires ne sont pas généralement incités à contrôler les dirigeants afin de les amener à gérer l'entreprise de façon à augmenter sa valeur. Grosman et Hart (1980) qualifient ce type de comportement passif de « passager clandestin ». Les actionnaires minoritaires espèrent profiter des opportunités d'amélioration de la performance sans engager de dépenses. Aucun actionnaire minoritaire n'est incité à entreprendre des mesures de contrôle du dirigeant au risque de supporter à lui seul la totalité des coûts alors que les avantages éventuels seront partagés entre tous les actionnaires.

Pour que la surveillance soit efficace, il faut la présence des actionnaires majoritaires qui supportent le coût de contrôle. Ces action-

naires ont intérêt à jouer un rôle actif et à exercer un contrôle direct sur les dirigeants.

3. Présence des actionnaires majoritaires

Quand le capital est concentré, les actionnaires majoritaires sont incités à surveiller la direction, car ils supportent une part élevée de la destruction de la richesse (Demsetz et Lehn, 1985 ; Shleifer et Vishny, 1986)

Denis et Denis (1995) et Kang et Shivdasani (1995) ont trouvé une relation positive entre la présence d'actionnaires importants et la performance des entreprises. La présence d'actionnaires importants peut avoir pour incidence le contrôle des activités du dirigeant (Shleifer et Vishny, 1986). Cependant, Loderer et Martin (1993) avancent que l'efficacité dépend du comportement et de l'activisme des actionnaires majoritaires. L'étude de Wruck (1989) indique que la publication d'informations concernant l'acquisition d'un bloc de contrôle agit positivement sur le prix de l'action.

Le rôle des actionnaires importants dans le contrôle des entreprises est apparent. En Allemagne, une grande rotation des administrateurs est associée à la présence d'actionnaires importants (Franks et Mayer, 1995). Gorton et Schmid (1996) montrent que la présence d'actionnaires importants, que ce soit une banque ou non, améliore la performance des entreprises allemandes. Au Japon, Kaplan et Minton (1994), Kang et Shivdasani (1995) montrent que les entreprises ayant des actionnaires importants ont une plus grande probabilité de remplacer les dirigeants non performants. Pour les États-Unis, Shivdasani (1993) montre que la présence d'un actionnaire important augmente la probabilité d'une acquisition de l'entreprise.

Le pouvoir des grands actionnaires dépend du degré de leur protection légale et de leur droit de vote. La propriété majoritaire sera efficace uniquement dans le cas où les mécanismes de vote fonctionneraient. L'efficacité des actionnaires majoritaires est intimement liée à leur habilité d'exercer leurs droits.

4. Pouvoir des créanciers

Le pouvoir des créanciers provient d'une part, de la variété du droit de contrôle en cas de défaut de paiement ou de violation des clauses du contrat et, d'autre part, du pouvoir de pression dont elles disposent à l'occasion de l'attribution de prêt. Dans les pays où les banques sont à la fois actionnaires et créanciers, elles ont la possibilité de voter à la place d'autres investisseurs, ce qui leur confère un pouvoir de contrôle de premier ordre.

Au Japon, Kaplan et Minton (1994), Kang et Shivdasani (1995) montrent que la rotation du dirigeant, suite à une mauvaise performance, est très élevée dans les entreprises qui ont une relation privilégiée avec une banque par rapport à ceux qui ne l'ont pas. En Allemagne, Gorton et Schmid (1996) trouvent qu'en 1974 les banques améliorent la performance des entreprises dont elles sont actionnaires plus que les autres actionnaires importants, ce qui n'est pas le cas en 1985. Aux États-Unis, les banques jouent un rôle majeur dans le contrôle des entreprises en difficultés économiques notamment lorsqu'il s'agit de changer les dirigeants et les administrateurs (Gilson, 1990).

L'efficacité des créanciers importants, comme pour le cas des actionnaires importants, dépend de la protection effective de leurs droits. En Allemagne et au Japon, les

pouvoirs des banques sont très significatifs. Celles-ci ont le droit de détenir des blocs de contrôle (actions) et d'avoir des représentants au conseil d'administration. Cependant, des créanciers très puissants risquent de profiter de leurs situations en influençant la stratégie de l'entreprise et en sur-facturant leurs services (Rajan, 1992). Charreaux (1997) a constaté un contrôle passif exercé par les créanciers dans le système orienté marché et un contrôle actif dans le système orienté réseau.

5. Rôle du conseil d'administration

Le rôle du conseil d'administration consiste à nommer, à révoquer et à fixer la rémunération du dirigeant. La composition et la taille du conseil ont un impact important sur la performance (Charreaux, 2000). En effet, les administrateurs externes et indépendants sont incités à engager une surveillance du dirigeant pour éviter des poursuites judiciaires de la part des actionnaires (Fama et Jensen, 1983) et protéger leur capital humain. De même, le conseil d'administration peut bénéficier des points de vue enrichissants des administrateurs externes qui abordent avec objectivité les propositions des dirigeants (Kosnik, 1990). La taille réduite du conseil a un impact important sur la performance des entreprises américaines (Yermak, 1996; Dalton *et al.*, 1998) et françaises (Eisenberg *et al.*, 1998; Godard, 1999). Enfin, le contrôle exercé par le conseil d'administration est faible dans le système orienté marché et élevé dans le système orienté réseau (Charreaux, 1997).

6. Rotation des dirigeants

Les évidences empiriques relatives au contexte américain s'accordent sur l'exis-

tence d'une relation négative entre la probabilité de rotation des dirigeants et la performance antérieure aux événements de succession. Cela inclut les premières recherches qui se sont intéressées à la relation entre performance boursière, comptable et rotation des P-DG (Warner *et al.*, 1988 et Weisbach, 1988) mais également celles menées dans des contextes plus particuliers : relation entre activités de prise de contrôle et rotation des dirigeants (Mikkelson et Partch, 1997) ainsi que pour le cas des entreprises en détresse financière (Gilson, 1989). Les mêmes évidences sont valables pour les systèmes de gouvernement orienté réseau et intermédiaire. Tel est le cas des études menées par (Kaplan, 1994a ; Kang et Shivdasani, 1995) pour le contexte japonais et (Kaplan, 1994b) pour le contexte allemand ainsi que (Gibson, 1999) pour le cas des pays émergents. Reste que le système de gouvernement orienté marché est caractérisé par une grande efficacité des mécanismes de gouvernance pour assurer le lien performance rotation des dirigeants. Denis et Denis (1995) ; Davidson *et al.* (1990) et Kang et Shivdasani (1995) ont observé des améliorations de la performance à la suite de la révocation des dirigeants. Cependant, ces changements sont rares (Gilson, 1989) et leurs effets économiques sont faibles (Denis et Denis, 1995). De même, le changement du dirigeant est relativement facile dans le cas du système orienté marché et plus difficile dans le cas du système orienté réseau.

Enfin, l'effet du changement de dirigeant apparaît fonction de plusieurs variables : âge du dirigeant sortant, destination du dirigeant sortant, origine du nouveau successeur, motif du changement, etc.

III. – ÉTUDE EMPIRIQUE RELATIVE À LA RELATION ENTRE GOUVERNEMENT ET PERFORMANCE DES ENTREPRISES TUNISIENNES

Cette étude empirique, constituée par un échantillon de 43 entreprises cotées à la Bourse des valeurs mobilières de Tunis, vise à analyser l'impact du système de gouvernement sur la performance des entreprises. Les données ont été collectées à partir des états financiers publiés par les entreprises et les informations boursières fournies par le Conseil du marché financier sur une période de six ans, de 1995 à 2000.

L'étude de la relation entre la structure de propriété et la performance fait apparaître une grande diversité des indicateurs de performance : rendement comptable, rendement boursier ou une combinaison entre les deux. Le rendement comptable est généralement mesuré par le taux de rendement des actifs ou celui des fonds propres. Ces mesures sont soumises aux critiques, liées à l'effet des choix des méthodes comptables, à la diversité internationale des principes et à l'absence de prise en considération des éléments immatériels (Chakravarthy, 1986). De même, le rendement comptable ne tient pas compte du risque de l'actionnaire alors que cet élément est fondamental dans l'évaluation de tout rendement. À l'inverse, les mesures boursières tiennent compte du risque et des particularités du secteur dans lequel évolue l'entreprise (Hummelberg *et al.*, 1999). Dans le cadre de cette étude, la performance a été appréciée à partir de deux indicateurs : le ratio de Marris qui combine les mesures comptables et les mesures boursières et la rentabilité des

actifs en tant qu'indicateur de rendement comptable.

– RMRS (it) = Il permet de comparer la valeur boursière à la valeur comptable. Il est mesuré par le ratio : valeur de marché des actions/valeur comptable des actions ;

– ROAS (it) = Il permet d'évaluer la rentabilité des actifs. Il est mesuré par le ratio : résultat d'exploitation (t)/actif total (t). Cette mesure de performance comptable est utilisée parce qu'elle n'est pas affectée par les manipulations comptables.

Les caractéristiques du système de gouvernement ont été approchées par un ensemble de critère :

– KDIR (it) = Pourcentage du capital détenu par le dirigeant mesuré par le ratio suivant : (actions détenues par le dirigeant/total des actions ordinaires). Ce ratio a été identifié par Jensen et Meckling (1976) pour mesurer l'importance de la propriété du dirigeant et son influence sur la valeur de l'entreprise.

– PMIN (it) = Présence des minoritaires. Cette variable prend la valeur 1 s'il existe un ou plusieurs actionnaires qui détiennent un pourcentage inférieur à 5 % du capital ; 0 s'il n'existe pas un ou plusieurs actionnaires qui détiennent un pourcentage inférieur à 5 % du capital. Ce ratio mesure le degré de dispersion de l'actionnariat.

– PMAJ (it) = Présence des majoritaires. Cette variable prend la valeur 1 s'il existe un ou plusieurs actionnaires qui détiennent un pourcentage supérieur à 20 % du capital ; 0 s'il n'existe pas un ou plusieurs actionnaires qui détiennent un pourcentage supérieur à 20 % du capital en tenant compte de l'actionnaire immédiat (direct) et de l'actionnaire ultime (indirect) (Laporta *et al.*, 1999 ; Claessens *et al.*, 1999). Ce ratio mesure l'importance du

contrôle auquel fait face le dirigeant. Les actionnaires importants ont des motivations directes et un pouvoir pour contrôler activement le dirigeant.

– NDIR (it) = Ancienneté du dirigeant dans la direction de l'entreprise. Cette variable peut être mesurée par le log (nombre d'années d'occupation du poste de dirigeant). Cette variable peut refléter l'enracinement du dirigeant. Ce dernier peut échapper aux mécanismes de contrôle avec l'augmentation du nombre d'années passées à la tête de l'entreprise.

– CDIR (it) = Changement de l'ancien dirigeant de l'entreprise. Cette variable prend les valeurs : 1 si dans le passé un dirigeant a été remplacé par un autre successeur de son poste ; 0 si dans le passé aucun dirigeant n'a été remplacé par un autre. La menace d'être remplacé peut être un mécanisme indirect de contrôle et de discipline du dirigeant.

– NMAN (it) = Expérience du dirigeant exprimée en nombre d'années passés dans d'autres entreprises. Cette variable peut être mesurée par le log (nombre d'années d'occupation de poste du dirigeant dans d'autres entreprises). Cette variable peut refléter l'expérience, les compétences et le réseau relationnel du dirigeant. Le passé du dirigeant peut avoir un effet positif ou négatif sur la performance de l'entreprise.

– TCON (it) = Taille du conseil d'administration mesurée par le nombre d'administrateurs qui composent le conseil d'administration. Cette variable peut être mesurée par le log (le nombre d'administrateurs qui composent le conseil d'administration). Elle peut mesurer le contrôle exercé par les membres du conseil sur le dirigeant. Plus le nombre du conseil est réduit plus le contrôle est élevé, plus le dirigeant est incité à une meilleure performance de l'entreprise.

Pour mesurer l'influence de ces différentes variables explicatives sur la performance mesurée par le ratio de Marris et le rendement des actifs, nous avons utilisé les techniques économétriques d'estimation sur données de panel incomplet. L'indice i représente l'entreprise tandis que l'indice t , indique la période considérée.

Les résultats de l'estimation à partir des données de panel incomplet indiquent que la prise en compte de la spécificité individuelle des entreprises sous forme d'un effet aléatoire U_i donnent de meilleurs résultats sur le plan de significativité statistique en comparaison à un modèle à effet individuel fixe.

Les principaux résultats obtenus de l'estimation peuvent être interprétés comme suit :

– La variable pourcentage du capital détenu par le dirigeant représente un facteur explicatif de la performance et présente un signe attendu. Si le pourcentage du capital détenu par le dirigeant est élevé, le dirigeant est motivé pour augmenter la

performance. En Tunisie, l'intéressement par le biais de la participation au capital favorise l'alignement des intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires. Ce constat peut être expliqué par la spécificité des entreprises à majorité familiale où le dirigeant est majoritaire. Ce résultat est conforme aux autres études qui concluent à une performance supérieure pour les entreprises gérées par leurs propriétaires (supériorité de la forme familiale).

– La performance augmente avec la présence d'un actionnaire majoritaire. Les dirigeants sont obligés d'augmenter la performance de l'entreprise qu'ils gèrent en présence d'un contrôleur influant. Il paraît que les actionnaires majoritaires sont impliqués de façon active dans la prise de décision. En Tunisie, la propriété est très concentrée de façon à ce que les deux premiers actionnaires peuvent avoir une participation majoritaire dans le capital des entreprises. Cet actionnariat permet de réduire l'enracinement du dirigeant et aug-

Tableau 1
MODÈLE À EFFET SPÉCIFIQUE ALÉATOIRE

	RMRS		ROAS	
	β	Signification	β	Signification
Constante	0.587	0.345	0.214	0.462
KDIR	0.536	0.035	0.842	0.005
PMIN	-0.014	0.425	0.587	0.412
PMAJ	0.864	0.041	0.628	0.025
NDIR	0.583	0.026	0.794	0.051
CDIR	0.859	0.257	0.827	0.154
NMAN	0.638	0.681	0.264	0.542
TCON	0.694	0.000	0.965	0.005
Wald Chi 2	109.54	108.22		
Signification (K2)	0.000		0.000	

mente la possibilité du changement en cas de mauvaise performance.

– L'ancienneté du dirigeant a une relation statistiquement significative avec la performance de l'entreprise qu'il gère. Il s'avère que plus la durée de temps passée en tant que dirigeant est importante, meilleure est la performance de l'entreprise. Les dirigeants acquièrent avec le temps, une plus grande expérience et intensifient par là leurs réseaux relationnels et leurs investissements en capital humain spécifique à l'entreprise qui leur permet un meilleur accès aux ressources d'approvisionnement et de financement. De même, un dirigeant hautement qualifié peut développer un actif spécifique lui permettant d'être reconduit dans son poste pendant de nombreuses années en tant que dirigeant pendant lesquelles la performance de l'entreprise sera élevée.

– La taille du conseil a une relation statistiquement significative avec la performance de l'entreprise. Un conseil d'administration composé d'un nombre important d'administrateurs est capable de contrôler, de ratifier ou refuser les décisions prises par les dirigeants. Aussi, une taille élevée ne génère pas de conflits d'intérêts entre ces membres issus probablement de la même famille.

– Les actionnaires minoritaires en Tunisie, n'ont ni la motivation, ni le pouvoir de surveiller le dirigeant.

– L'absence de relation significative entre le changement de dirigeant et la performance peut s'expliquer par le fait que ces changements ne sont pas nécessairement de nature disciplinaires (prise de retraite, décès). En effet, dans les entreprises où l'État est un actionnaire majoritaire, le changement de dirigeant est motivé par des considérations politiques plutôt qu'économiques. D'ail-

leurs, il a été remarqué que le remplacement du dirigeant pour le désigner en tant que P-DG d'autres entreprises constitue une pratique courante au sein des entreprises tunisiennes cotées. De même, la propriété familiale fait que le recours au changement des dirigeants est peu envisageable.

IV. – CONCLUSION

Nous avons étudié l'impact des variables de gouvernement sur la performance à travers un échantillon d'entreprises tunisiennes cotées sur la Bourse des valeurs mobilières de Tunis. Pour ce faire, nous avons commencé par étudier les différents modèles de gouvernement d'entreprises. Nous avons conclu qu'il existe trois systèmes : le système orienté marché représenté principalement par les États-Unis et l'Angleterre; le système orienté réseau représenté principalement par le Japon et l'Allemagne et enfin, un système intermédiaire représenté par la France, l'Italie, l'Espagne, la Tunisie, etc. Nous avons mis en relief les différentes études empiriques traitant la relation entre les variables de gouvernement et la performance. En effet, la différence au niveau de la structure de propriété peut expliquer les différences au niveau de performance d'une entreprise à une autre puisque le rôle actif de certains actionnaires influence directement le choix stratégique de l'entreprise.

Les résultats obtenus traduisent un certain état de gouvernance des entreprises tunisiennes. En effet, le marché boursier tunisien est à l'état embryonnaire; il est caractérisé par une forte concentration de la propriété. La structure de propriété concentrée à majorité familiale ou étatique explique l'existence d'une relation étroite, positive, entre la per-

formance et le pourcentage du capital détenu par le dirigeant, la présence des actionnaires majoritaires, l'ancienneté du dirigeant et la taille du conseil d'administration.

Les entreprises tunisiennes ont une structure de direction moniste. Cette pratique tend vers une concentration du pouvoir entre les mains d'une seule personne à savoir le président-directeur général.

Dans une telle situation, le contrôle du dirigeant par le conseil d'administration est inefficace.

Ce contexte pourrait être changé à partir du besoin des capitaux qui conduira les dirigeants tunisiens à reconsidérer le modèle existant.

Enfin, malgré la qualité des résultats économiques, il convient de préciser certaines limites :

- la mobilité des blocs de contrôle et le dynamisme du marché financier tunisien favorisent l'instabilité de la structure de propriété. Ce qui aurait enrichi les résultats obtenus ;

- le modèle ignore les effets conjoncturels sur la performance des entreprises cotées. En effet, d'autres variables telles que les réformes mises en œuvres afin d'assurer une meilleure liquidité, transparence, efficacité et sécurité du marché financier tunisien peuvent affecter la performance.

BIBLIOGRAPHIE

Abowd J. and Bognanno M., « International differences in executive and managerial compensation », in : Freeman R.B. et Katz L.F., *Differences and Changes in Wage Structure*, University of Chicago Press, 1995.

Aoki M., « *The Cooperative Game Theory of the Firm* », Oxford University Press, 1984a.

Aoki M., « *The Economic Analysis of the Japanese Firm* », Amsterdam, North-Holland, 1984b.

Chakravarthy R., « Mesuring strategic performance », *Strategic Management Journal*, vol. 7, 1986, p. 437-458.

Charreaux G., « Mode de contrôle des dirigeants et performance des firmes », *Revue d'économie Industrielle*, hors série, 1^{er} trimestre, 1995, p. 135-172.

Charreaux G., *Le gouvernement des entreprises. corporate governance, théorie et faits*, Economica, Paris, 1997.

Charreaux G., « Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance », *La Revue du Financier*, n° 127, 2000, p. 6-15.

Claessens S., Simeon D, and Larry H.P. Lang, « Who controls east asian corporation ? », World Bank Policy, Research Paper 2054, février 1999.

Code des sociétés commerciales, « Loi n° 2000-93 du 23 novembre 2000 », Journal Officiel de la République Tunisienne, 7 novembre 2000.

Corbett J., « An overview of the Japanese financial systems », *Capital markets and corporate governance*, Dimsdale N. et Prevezer M. (ed.), Oxford, Clarendon Press, 1994.

- Dalton D., Daily C., Ellstrand A. and Johnson J., « Mata-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance », *Strategic Management Journal*, vol. 19, 1998, p. 262-290.
- Davidson, W., Worrell D. and Cheng L., « Key Executive Succession and stockholder Wealth : the Influence of Successor's Origin, Position and Age », *Journal of Management*, vol. 16, 1990, p. 647-64.
- De Jong H.W., « The takeover market in Europe: control structures and the performance of large companies compared », *Review of Industrial Organization*, n° 6, 1989, p. 1-18.
- Demsetz H. et Kenneth L., « The structure of corporate ownership : causes and consequences », *Journal of Political Economy*, vol. 93, 1985, p. 1155-1177.
- Denis D., Denis D. K. and Sarin A., « Ownership Structure and Top Executive Turnover », *Journal of Financial Economics*, vol. 45, 1994, p. 193-221.
- Denis D. J. et Denis D. K., « Performance changes following top management dismissals. » *Journal of Finance*, vol. 50, 1995, p. 1029-1058.
- Eisenberg T., Sundgren S. and Wells M., « Larger board size and decreasing firm value in small firms », *Journal of Financial Economics*, vol. 40, 1998, p. 25-44.
- Fama E. and Jensen M.C., « Separation of ownership and control », *Journal of Law and Economics*, n° 26, 1983, p. 301-325.
- FIBV, *Statistics 1995*, Paris : Fédération Internationale des Bourses de Valeurs (FIBV), 1996.
- Franks J.-R. and Mayer C., « Capital markets and corporate control, a study of France, Germany and the UK. » *Economic Policy*, vol. 5, 1990, p. 191-231.
- Gelauff G.M.M and Den Broeder C., *Governance of Stakeholder Relationships; the German and Dutch experience*, The Hague, Central Plan Bureau, 1996.
- Gibson M.S., « Is corporate governance ineffective in emerging markets ? », *Federal Reserve Board*, 1999, p. 1-38.
- Gilson S., « Management Turnover and Financial Distress », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, 1989, p. 241-62.
- Gilson S., « Bankruptcy, Boards, Banks and Blockholders », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, 1990, p. 355-387.
- Godard L., « Les déterminants de choix entre un conseil d'administration et un conseil de surveillance », *Finance, Contrôle, Stratégie*, décembre, 1999.
- Gomez P.Y., *Le Gouvernement de l'Entreprise*, Inter Éditions, 1996.
- Gorton, G., Schmid, F., « Universal banking and the performance of german corporations », NBER Working Paper 5453, National bureau of economic research, Cambridge, Massachusetts, 1996.
- Grossman S.J. and Hart O.D., « Takeover Bids, the Free-rider Problem and the Theory of the Corporation », *The Bell Journal of Economics*, 1980, p. 42-64.
- Harrisson M., *Asia-Pacific securities markets*, FT Financial Publishing Asia Pacific, Hong Kong, 1997.
- Himmelberg C., Hubbard, G. and Palia D., « Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance », *Journal of Financial Economics*, vol. 53, 1999, p. 353-384.

- ICMG, *International corporate governance : Who holds the reins ?*, London, ICMG, 1995.
- Jensen M.C. and Meckling W.H., « Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 13, 1976, p. 305-60.
- Kang J. and Shivdasani A., « Firm performance, corporate governance and top executive turnover in Japan », *Journal of Financial Economics*, vol. 38, 1995, p. 1-30.
- Kaplan S.N., « Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the United States », *Journal of Political Economy*, n° 102, 1994a, p. 510-546.
- Kaplan S.N., « Top executives, turnover and firm performance in Germany », *Journal of Law Economics and organization*, n° 10, 1994b, p. 142-159.
- Kosnik R.D., « Effects of board demography and directors' incentives on corporate greenmail decisions », *Academy of Management Journal*, vol. 33, n° 1, 1990, p. 129-150.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F. and Shleifer A., « Corporate ownership around the world », *Journal of Finance*, vol. 54, 1999, p. 471-517.
- Loderer C. and K. Martin, *Financial Stakes and Corporate Acquisitions*, Unpublished Manuscript (University of Iowa), 1993.
- Lorsch J.W. and MacIver E., « Pawns or potentates: The reality of the America's corporate board », *Harvard Business School Press*, Boston, 1989.
- Mikkelson W. and Partch M., « The decline of takeovers and disciplinary managerial turnover », *Journal of Financial Economics*, vol. 44, 1997, p. 205-228.
- Moerland P.W., « Alternative disciplinary mechanism in different corporate systems », *Journal of Economic Behaviour and Organization*, n° 26, 1995a, p. 17-34.
- Moerland P.W., « Corporate ownership and control structures: An international comparison », *Review of Industrial Organization*, n° 10, 1995b, p. 443-464.
- Morck R., Schleifer A. and Vishny R.W., « Management ownership and market valuation », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 293-315.
- OCDE, *Economic Survey : France 1997*, Paris, OCDE, 1997.
- Porter M.E., « Capital disadvantage: America's failing capital investment system », *Harvard Business Review*, septembre-octobre 1992, p. 65-82.
- Prodhan B., « Corporate governance and long-term performance », *International Review of Corporate Governance*, n° 4, 1993, p. 172-177.
- Prowse S., « Corporate Governance in an international perspective; a survey of corporate control mechanisms among large firms in the US, UK, Japan and Germany », *Financial Markets and Institutions*, n° 1, 1995, p. 1-63.
- Rajan, R., « Insiders and outsiders: the choice between relationship and arm's length debt », *Journal of Finance*, vol. 47, 1992, p. 1367-1400.
- Schneider-Lenné E., « The Rôle of The German Capital Markets and The Universal Banks, Super-visory Boards, and Interlocking Directorships », *Capital Markets and Corporate Governance*, Dimsdale N. and Prevezer M. (ed.), Oxford Clarendon Press, 1994.
- Shivdasani, A., « Board composition, ownership structure and hostile takeovers », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, 1993, p. 167-198.
- Shleifer A. and Vishny R.W., « Large shareholders and corporate control », *Journal of Political Economy*, n° 94, 1986, p. 461-479.

Shleifer A. and Vishny R.W., « A survey of corporate governance », *Journal of Finance*, n° 2, 1997, p. 737-783.

Stulz R., « Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and The Market for Corporate Control », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 25-54.

Warner J.-B., Watts R.L. and Wruck K.H., « Stock prices and top management changes », *Journal of Financial Economics* vol. 20, 1988, p. 461-492.

Weimer J. and Pape J.-C., « A taxonomy of systems of corporate governance », *Corporate Governance, an Internatioanal Review*, vol. 7, n° 2, avril, 1999, p. 152-166.

Weisbach M. S., « Outside directors and CEO turnover », *Journal of Financial Economics*, n° 20, janvier, 1988, p. 431-460.

Wruck K., « Equity ownership concentration and firm value: Evidence from private equity financings », *Journal of Financial Economics*, vol. 23, 1989, p. 3-28.

Yermack, D., « Higher market valuation of companies with a small board of directors », *Journal of Financial Economics*, vol. 40, 1996, p. 185-211.

Zingales, Luigi, « The Value of The Voting Right: A Study of The Milan Stock Exchange Experience », *The Review of Financial Studies*, vol. 7, 1994, p. 125-48.

Zwiebel, J., « Block investment and partial benefits of corporate control », *Review of Economic Studies*, vol. 62, n° 2, 1995, p. 161.