

Gouvernance et performance : Analyse des déterminants dans les entreprises algériennes cotées en bourse

Zouleykha Samiya KERZABI

Maitre de conférences

Faculté des sciences économiques, commerciales et des sciences de gestion

Université de Saida

Email : zkerza@yahoo.fr

Dounya KERZABI

Maitre de conférences

Faculté des sciences économiques, commerciales et des sciences de gestion

Université de Tlemcen

Email : douniakerzabi@gmail.com

Résumé :

L'apparition de la grande firme au XIXème siècle s'est traduite par une séparation entre la fonction de propriété et la fonction de gestion. Les propriétaires et les dirigeants poursuivent des intérêts opposés. Cette relation contradictoire, a fait l'objet de plusieurs études empiriques.

L'objectif de cette thèse est d'étudier l'impact des différents indicateurs de gouvernance sur la performance des entreprises algériennes cotées en bourse. Notre travail a porté sur les entreprises cotées à la bourse des valeurs mobilières d'Alger sur une période de 2005 à 2015. Les résultats de l'analyse portant sur la relation entre performance et gouvernance montrent que l'adoption des mécanismes de contrôle du dirigeant peut avoir un effet significatif sur la performance.

Mots clés : propriétaire – dirigeant – gouvernance d'entreprise – conseil d'administration – performance – entreprises algériennes cotées.

Abstract:

The emergence of very large firms has separated the ownership and management functions. Owners and managers have conflicting interests. This relationship has been the subject of several empirical studies.

The objective of this thesis is to study the impact of the different variables of the governance on the performance of listed Algerian companies, over a period from 2005 to 2015. This work shows that there is a significant relationship between modes of governance and performance.

Keywords: owner – manager – performance – corporate governance – board of directors - performance – Algerian listed companies.

Introduction

Les entreprises dans la théorie néoclassique sont des agents sur les marchés, au même titre que les consommateurs. Elles sont considérées comme des « boîtes noires » dont le contenu n'intéresse pas les économistes. La théorie économique néoclassique est fondée sur deux hypothèses :

- L'agent économique est un individu qui cherche son intérêt, il est égoïste et rationnel dans son comportement. Il cherche à maximiser son bien-être.
- La coordination entre les actions est réalisée par les marchés concurrentiels à travers des prix.

La théorie néoclassique donne peu de place à l'entreprise, la forme dominante d'entreprise dans l'industrie est l'entreprise entrepreneuriale, caractérisée par le fait qu'une seule personne fonde l'entreprise. Or le développement des moyens de financement (crédit bancaire, marché financier), et la libéralisation des marchés financiers rend plus difficile au propriétaire de financer son développement. De ce fait il devient nécessaire pour le propriétaire de trouver des sources de financement externes, avec l'association d'autres propriétaires (actionnaires).

Cette association d'actionnaires est caractérisée par la grande société par action, cette nouvelle forme d'organisation donne aux managers un grand pouvoir, ce que les économistes plus tard appelleront « pouvoir discrétionnaire ». Il est évident que l'apparition de très grandes entreprises s'accompagne par la complexité de la fonction de direction. Cette complexité dans la gestion nécessite des spécialistes en gestion. Ainsi, les propriétaires de l'entreprise, font appel à ces spécialistes. On dira alors, qu'il y a une dissociation entre la propriété du capital et l'exercice du pouvoir dans l'entreprise. Ce problème a déjà été évoqué par Adam Smith (1776) dans la « Richesse des nations ».

Berle. A et Means. G (l'entreprise moderne et la propriété privée 1932), ont été les premiers à avoir étudié de manière approfondie cette question de la séparation entre capital et gestion dans l'entreprise. Devant cette situation, il y'a nécessité de mettre en place des indicateurs et des principes qui diminuent l'intensité de cette contradiction. A ce titre la gouvernance des entreprises intervient à travers ces principes comme le moyen adéquat pour discipliner les managers.

Ces relations conflictuelles ne sont pas propres aux pays avancés, les pays en développement sont aussi concernés. Par conséquent l'Algérie n'échappe pas à cette règle. On peut considérer que les entreprises algériennes sont aussi des lieux de conflits, il est bien évident que ces conflits sont entendus en Algérie comme des stratégies autour d'objectifs contradictoires.

De ce fait, qu'est-ce qui détermine la performance de l'entreprise si celle-ci est un lieu où se manifestent des intérêts contradictoires ? Pour limiter le pouvoir des managers qui s'approprient une partie non négligeable du surplus de l'entreprise (avantages et autres) et augmenter la performance de l'entreprise au profit des actionnaires, ceux-ci mettent en place un ensemble de mécanismes propres à limiter ce pouvoir discrétionnaire des manager.

Les entreprises cotées en bourse offrent plus de visibilité de ces mécanismes dans le sens où les entreprises cotées en bourse sont obligées de publier leurs informations pour l'ensemble des parties prenantes y compris l'observateur externe dont fait partie le chercheur universitaire. Par conséquent, le marché financier est aussi un mécanisme approprié pour discipliner les managers. Par la transparence qu'il offre, le marché financier permet de limiter le pouvoir des managers en l'incitant à suivre les objectifs des actionnaires.

Plusieurs pays y compris l'Algérie se sont dotés d'un code de bonne gouvernance. En dehors des PME, ce code s'intéresse aussi aux entreprises cotées en bourse. Il est constitué d'un ensemble de mécanismes à même de conduire les managers à protéger les intérêts des actionnaires. Il est bien évident que cette protection des intérêts des actionnaires améliore la performance de l'entreprise.

Notre travail trouve son fondement théorique dans trois principales théories : la théorie des coûts de transaction, la théorie d'agence et la théorie de l'enracinement. Les fondateurs de ces théories proposent des solutions permettant de renforcer le contrôle au sein de l'entreprise et d'améliorer sa performance. Toutefois, et malgré les mécanismes instaurés, plusieurs entreprises enregistrent toujours des performances très basses. La théorie de l'enracinement explique cette sous performance par le fait que les dirigeants peuvent utiliser des mécanismes supposés capables de contrôler la gestion et renforcer l'efficacité organisationnelle pour s'enraciner.

I- Revue de littérature :

La littérature économique a essayé de considérer la relation entre la gouvernance et la performance. La plupart de ces travaux ont montré que la gouvernance a un effet significatif sur la performance de l'entreprise et sur sa valeur sur le marché. Parmi ces études, nous pouvons citer celle de Omri (2003) qui affirme qu'il existe une relation statistiquement significative entre les modes de gouvernance et la performance des entreprises tunisiennes.

André et Schiehl (2004) affirment qu'il existe une association entre les systèmes de gouvernance et la performance des entreprises, leurs résultats montrent que le conseil

d'administration constitue un facteur déterminant de la gouvernance pour améliorer la performance.

Boujenoui et al (2004) ont fait une comparaison de l'évolution des caractéristiques de gouvernance des sociétés d'Etat canadiennes avec le secteur privé. Leurs résultats montrent que le fonctionnement des mécanismes de gouvernance dans les entreprises d'Etat était moins stable que dans le secteur privé.

Kolsi et Ghorbel (2014), ont essayé d'étudier l'effet de la gouvernance sur la performance financière et boursière des entreprises canadiennes, leurs résultats ont montré que l'effet de la gouvernance est significatif sur la performance financière et n'est pas significatif sur la performance boursière.

L'étude de Louizi (2007) affirme que la mise en place des mécanismes de gouvernance est un atout que l'entreprise pourrait utiliser pour avoir un avantage concurrentiel en attirant le capital, et en réduisant les risques financiers pour les investisseurs.

En se basant sur les résultats de ses études, notre recherche essayera d'étudier la relation entre les déterminants de la gouvernance et la performance des entreprises. L'hypothèse que nous allons tester pour étudier cette relation est la suivante :

Hypothèse générale : Les déterminants de la gouvernance ont un effet positif sur la performance des entreprises algériennes cotées en bourse.

Le conseil d'administration est considéré comme l'un des principaux instruments de gouvernance permettant de remédier aux carences des gestionnaires (Naciri 2008). Plusieurs éléments se combinent pour avoir une bonne composition du conseil d'administration (la présence des administrateurs externes indépendants, la dualité, la taille du conseil, la rotation des dirigeants, la fréquence des réunions.....). La composition du conseil d'administration et son effet sur la performance des entreprises a fait l'objet de plusieurs études. Parmi ces études, nous pouvons citer celle de Hermalin et Weisbach (2003) qui qualifient le conseil d'administration comme «cœur de la gouvernance».

Louizi (2007), affirme que dans un environnement caractérisé par des changements rapides, le conseil d'administration consiste à dépasser son rôle traditionnel, selon cet auteur le conseil doit améliorer l'indépendance du conseil, sa composition, sa transparence et sa responsabilité envers les actionnaires.

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

Selon Mejdoub (2008), la séparation des fonctions du président du conseil d'administration et du directeur général permet de réduire les coûts d'agence et améliore ainsi la performance.

Certaines autres études se sont intéressées à l'effet de la taille du conseil d'administration sur la performance des entreprises. La taille du conseil est aussi

considérée comme une variable pouvant avoir un effet significatif sur son efficacité (André et Schiehl 2004). Selon les résultats de Yermack (1996) et Bahagat et Black (2002), cet effet est négatif dans la mesure où le conseil d'administration perd de son efficacité lorsque sa taille augmente. Contrairement à ces résultats, ceux de Godard (2001) montrent l'absence de l'effet de la taille du conseil sur la performance des entreprises françaises. Et ceci quelles que soient les mesures de performance utilisées.

Au regard de la littérature sur le sujet de notre problématique, nous proposons les hypothèses secondaires suivantes :

H1 : il existe une relation positive entre les mécanismes de la gouvernance et la performance des entreprises algériennes.

H2 : le marché financier se traduit par une augmentation de la performance des entreprises algériennes cotées en bourse.

En Algérie, les entreprises cotées en bourse n'ont pas encore fait l'objet de beaucoup de recherches, ce qui se traduit par un grand vide sur le plan analytique de ces entreprises.

II- Méthodologie de l'étude :

1-Présentation de l'échantillon et du modèle à estimer:

Notre recherche se base sur les entreprises algériennes cotées en bourse, nous avons été amenés à utiliser deux sources de données, à savoir les rapports annuels de la bourse d'Alger, et les rapports d'activité de chaque entreprise cotée, où nous trouvons des états du chiffre d'affaires, des états des dettes financières, et des états de capitalisation boursière de chaque entreprise. Ces différents documents sont téléchargeables à partir du site de la bourse d'Algérie.

Par ailleurs, nous notons que l'échantillon final de notre étude est constitué de 4 entreprises algériennes cotées en bourse (Le groupe SAIDAL, Alliance Assurances, El-Aurassi, La NCA-Rouiba), observées sur une période d'analyse de 11 ans (2005 – 2015).

1- Le choix des Variables :

Notre choix concernant les variables s'est basé sur les études empiriques, qui ont présenté un ensemble d'hypothèse à tester sur la performance de l'entreprise. En suivant cette méthodologie, nous avons obtenus une liste de variables potentiels, dont l'impact varie d'une théorie à l'autre. Les différentes études traitant la gouvernance d'entreprise mettent en relief la relation des caractéristiques du conseil d'administration et la performance des entreprises.

Les entreprises algériennes ne disposent pas de leurs propres données, nous avons donc fait des suppositions pour remédier au manque d'information.

Les variables utilisées dans notre travail peuvent être divisées en variables propre au conseil d'administration, variables des caractéristiques du dirigeant, les variables de contrôle, et les variables relatives à la performance de la firme.

Les variables relatives au fonctionnement du conseil et les caractéristiques du dirigeant sont des variables dépendantes ou explicatives. Les variables de la performance de la firme sont expliquées par les variations des caractéristiques du conseil et du dirigeant. Il convient d'inclure des variables de contrôle capable d'expliquer les variables dépendantes dans le modèle économétrique.

a) La variable dépendante (à expliquer) :

Notre objectif est d'étudier les effets des variables explicatives sur la performance. Trois types de mesure de la performance ont été pris en compte dans notre étude, à savoir : la performance boursière mesurée par le *Market-To-Book* (MTB), la performance financière mesurée par le *Return On Assets* (ROA) et la performance économique mesurée par le *Return On Equity* (ROE),) car il s'agit de mesures fréquemment utilisées dans la littérature analysant l'impact de la gouvernance d'entreprise sur la performance économique des entreprises (Kolsi et Ghorbel 2011, Ben Ali et Teulon 2014, Barruet 2014). Etudier ces trois types de performance s'avère très important dans la mesure où cette différenciation permet de tenir compte des différentes caractéristiques de l'entreprise.

Pour ce travail nous retenons les mesures de la performance suivantes comme valeurs dépendantes :

- le ratio *Return on Equity* : le **ROE** est le ratio le plus couramment utilisé pour mesurer le rendement des capitaux propres est la relation du bénéfice net aux capitaux propres ou l'investissement total des actionnaires. Ce ratio exprime la capacité des capitaux investis par les actionnaires à dégager un niveau de profit.

Le **ROE** mesure la rentabilité des capitaux propres et permet d'établir le rapport entre le résultat avant impôt et les capitaux propres investis par les actionnaires. Ce ratio mesure la capacité d'une entreprise à générer des profits à partir de ses capitaux propres, et néglige les autres sources de financement telles que l'endettement. Cet indicateur intéresse d'avantage les actionnaires.

$\text{ROE} = \text{Résultat avant impôt} / \text{Capitaux propres}$
--

- Le ratio *Return On Assets* **ROA**: le ratio de rendement de l'actif est considéré comme l'un des ratios les plus populaires utilisés pour mesurer la performance financière dans les entreprises, ce ratio montre la capacité de la direction d'investir dans des investissements rentables.

Ce ratio est un indicateur de la probabilité d'une entreprise par rapport au total de son actif.

$$\text{ROA} = \text{Résultat avant impôt} / \text{Actif total}$$

- Le ratio *Market To Book* **MTB** : il existe plusieurs indicateurs mesurant la performance boursière tels que le *ratio Q de Tobin*, *market value Added*, *Market To Book*. Notre performance boursière est appréhendée à travers le ratio Market To Book, appelé aussi le ratio de Marris. Ce coefficient mesure le rapport entre la valeur de marché des capitaux propres (la capitalisation boursière), et leur valeur comptable. La capitalisation boursière est un indicateur de la valeur des potentialités présentes et futures de l'entreprise. Par contre la valeur comptable des capitaux propres donne une estimation du cumul des ressources investies dans le passé par les actionnaires.

$$\text{MTB} = \text{Valeur de marché des capitaux propres (capitalisation boursière)} / \text{Valeur comptable des capitaux propres}$$

Lorsque le ratio **MTB** est supérieur à 1, soit lorsque la valeur comptable des capitaux propres est inférieure à la capitalisation boursière, alors le marché est confiant dans la capacité de la firme à créer de la valeur pour ses actionnaires. Plus ce ratio est élevé et plus la firme est supposée créer de la valeur actionnariale.

b) Les variables indépendantes (Les variables explicatives) :

Le fonctionnement du conseil d'administration et les caractéristiques du dirigeant constituent les variables indépendantes ou explicatives de notre étude :

- Le fonctionnement du conseil d'administration :

Les variables relatives à la gouvernance d'entreprise ont été définies par la théorie de l'agence. Concernant le fonctionnement du conseil d'administration, nous avons sélectionné 4 variables :

1- La taille du conseil d'administration (**TAILLE**) : cette variable permet de déterminer le nombre d'administrateur dans le conseil d'administration. Compte tenu des divergences de la littérature scientifique quant à la problématique de la taille du conseil d'administration.

2- L'indépendance du conseil d'administration (**INDEP**) : cette variable permet de mesurer la fraction des administrateurs indépendants dans le conseil. Les conclusions des études empiriques antérieures relatives à l'impact de l'indépendance du conseil d'administration sur la performance divergent ; les études selon lesquelles cet impact est négatif restent minoritaires.

3 - La dualité des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général (**DUAL**) : cette variable prend la valeur 1 si le directeur général occupe le même poste du président du conseil et la valeur 0 sinon.

4- La fréquence des réunions (**REUN**) : cette variable se mesure par le nombre des réunions annuelles du conseil d'administration.

- Les variables des caractéristiques du dirigeant :

- 1- L'ancienneté du dirigeant (**ANCIEN**) : cette variable mesure le nombre d'année d'ancienneté du dirigeant dans l'entreprise.
- 2- L'âge du dirigeant (**AGE**) : cette variable se mesure par le logarithme népérien de l'âge du dirigeant.

- Les variables de contrôle :

Pour mieux déterminer l'influence des variables dépendantes dans notre modèle, notre base des données inclut deux variables de contrôle. L'inclusion des variables de contrôle permet d'améliorer le degré de validité extrême des résultats, et contrôler de mieux les variables qui peuvent influencer la performance de la firme. (Kolsi et Ghorbel 2011 ; Louizi 2011).

Ces variables sont des variables susceptibles d'avoir un effet significatif sur la performance, nous retenons :

- 1- La taille de la firme (**SIZE**) : La taille de l'entreprise est considérée comme une variable déterminante dans l'explication de la performance, utilisée par plusieurs auteurs (Bahagat et Black 2001). Bourk (1989) affirme qu'il n'y a aucune relation entre la taille de l'entreprise et sa rentabilité. Autres études ont conclu que la taille de l'entreprise a un effet négatif sur sa rentabilité (Shepherd 1972, Dunlop 1992).

La firme d'une grande taille a la possibilité de diversifier le risque par contre une firme de petite taille est plus créative, innovatrice et créatrice de la valeur.

Cette variable est mesurée par le logarithme du total des actifs. Plusieurs auteurs ont utilisé la mesure suivante :

Taille de la firme = log total des actifs
--

- 2- L'endettement (**ENDET**) : L'endettement de la firme est le rapport entre la valeur comptable de la dette et l'actif total. Cette mesure a été utilisée par la plupart des auteurs qui intègrent la dette de l'entreprise comme variable dans leur modèle. (Young et Shapiro 2005, Azofra et Lopez 2005, Kolsi et Ghorbel 2011).

Modigliani et Miller (1958), affirment que la rentabilité économique est déterminée en prenant compte de la structure financière de l'entreprise et du coût de l'endettement, selon ses auteurs qu'il n'y a pas de relation étroite entre le levier d'endettement et la rentabilité économique.

Ross (1977) et Jensen (1986), affirment que la dette est un moyen de pression sur les dirigeants et peut avoir un effet positif sur la rentabilité de l'entreprise et sa valeur. En

revanche Atlam (1984) et Myers (1977), montrent que l'endettement est générateur de faillite.

Cette variable permet de mesurer le niveau d'endettement de l'entreprise obtenu par la division de la valeur comptable de la dette sur l'actif net total.

$$\text{ENDET} = \text{valeur comptable de la dette} / \text{actif total}$$

2-les différents résultats :

Pour cette recherche nous avons eu recours à la méthode des données de panel. Nous avons utilisé la méthode d'Hausman pour décider quelle méthode (effets fixes ou effets aléatoires) est plus appropriée à notre échantillon. Le test révèle que la méthode des effets fixes est la plus adaptée à cette régression, et permet de prendre en compte les caractéristiques non observables au niveau des firmes et suppose qu'ils ne varient pas dans le temps.

La spécification de nos modèles de base est comme suit :

$$\text{Perform} = f(\text{CA} + \text{X}_{it})$$

$$\text{Perform}_{it} = \alpha + \text{CA}_{it}\beta + \text{X}_{it}\delta + u_{it}$$

Avec :

- Perform_{it} = représente la performance des entreprises dans ses trois dimensions : financière (ROE), économique (ROA) et boursière (MTB).
- CA_{it} = correspond aux variables du conseil administration et des caractéristiques du dirigeants susceptibles d'expliquer la performance des entreprises. Pour cette étude, nous avons six variables du conseil, à savoir :
 - La taille du conseil d'administration (TAILLE)
 - Nombre de réunion au sein du conseil (REUN)
 - L'âge du dirigeant (AGE)
 - L'ancienneté du dirigeant (ANCIEN)
 - L'indépendance du conseil d'administration (INDEP)
 - La dualité des fonctions du président du conseil d'administration et du PDG (Dual).
- X_{it} = Variables du contrôle : Nous retenons deux variables de contrôle :
 - La taille de l'entreprise (SIZE)
 - L'endettement de l'entreprise (ENDET)
- u_{it} = le terme d'erreur.

La formulation finale de nos modèles est comme suit :

$$ROE_{it} = \alpha + \beta_{1i} Taille_{it} + \beta_{2i} Reun + \beta_{3i} Indep_{it} + \beta_{4i} Dual_{it} + \beta_{5i} Ancien_{it} + \beta_{6i} Age_{it} + \delta_{1i} Size_{it} + \delta_{2i} Endet_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_{1i} Taille_{it} + \beta_{2i} Reun + \beta_{3i} Indep_{it} + \beta_{4i} Dual_{it} + \beta_{5i} Ancien_{it} + \beta_{6i} Age_{it} + \delta_{1i} Size_{it} + \delta_{2i} Endet_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$MTB_{it} = \alpha + \beta_{1i} Taille_{it} + \beta_{2i} Reun + \beta_{3i} Indep_{it} + \beta_{4i} Dual_{it} + \beta_{5i} Ancien_{it} + \beta_{6i} Age_{it} + \delta_{1i} Size_{it} + \delta_{2i} Endet_{it} + \varepsilon_{it}$$

Les Résultats des régressions sont présentés dans les tableaux suivants:

Tableau n°1: Résultats de l'estimation

Variable à expliquer ROE, ROA, MTB			
Période : 2005 – 2015 ; T = 11 ; N = 4 ; Total panel observations : 11 x 4 = 44 Obs			
Variables explicatives	ROE	ROA	MTB
Constante	11.51883 (18.69395)***	11.51883 (18.69395)***	-6.037952 (-1.017641)***
TAILLE	0.023885 (0.528974)*	0.296993 (1.902922)*	-0.403652 (-0.984774)
REUN	-0.037499 (-0.440613)*	-0.184407 (-0.626876)**	1.892822 (2.021548)*
INDEP	3.622855 (10.01721)***	1.918013 (1.534329)**	-5.677131 (-1.690546)
DUAL	0.930684 (1.197282)	-6.106601 (-2.272820)**	-6.904085 (-0.999115)
ANCIEN	0.135213 (17.38134)***	0.043536 (1.619159)***	0.013918 (0.150725)
AGE	0.130335 (5.010558)	0.130335 (5.010558)	0.209338 (0.875527)
SIZE	0.000375 (0.063090)**	-0.041576 (-2.022908)*	0.048128 (0.892618)
ENDET	0.051116 (1.604712)**	-0.007459 (-0.067751)***	0.457606 (1.446573)
R ²	0.981459	0.869259	0.765887
R ajusté	0.975085	0.721192	0.630348
Prob (F-statistic)	0.000000 (153.9889)	0.000388 (12.84461)	0.000517 (5.650679)

Note : ***, ** et * indiquent respectivement les niveaux de significativité 1%, 5% et 10%.

NB : La valeur entre parenthèses indique la statistique t de Student.

Source : Elaboration personnelle de l'auteur à partir d'Eviews 8

Les résultats du modèle à effets fixes indiquent que nos trois modèles sont globalement significatifs puisque la probabilité de Fischer est nulle et avec des valeurs de 153.9889, 12.84461 et de 5.650679 pour le premier modèle (ROE), le deuxième modèle (ROA) et pour le troisième modèle (MTB) respectivement. Concernant le premier modèle, l'ajustement du modèle économétrique est de qualité supérieure puisque le coefficient de détermination (R^2) est de 0,98 ce qui veut dire que 98% des variations de la variable dépendante peut être expliquées par les variables indépendantes. Ce coefficient est de 0.73 pour le deuxième modèle, et de 0.76 pour le dernier modèle.

L'analyse révèle que l'indépendance du conseil d'administration et l'ancienneté du directeur joue un rôle positif et significatif au seuil de 1% sur la rentabilité financière des firmes. La ROE est aussi affectée positivement par la taille et l'endettement des entreprises au seuil de 5% et par la taille du conseil au seuil de 10%. Par contre cette rentabilité est négativement liée à la variable REUN et au seuil de 10%. L'analyse indique également qu'il n'existe aucune relation significative entre la ROE et les variables AGE et DUAL.

L'impact de l'ancienneté des dirigeants (ANCIEN) est significativement positif, au seuil de 1%, sur la rentabilité économique des firmes. Il existe également une relation positive et significative aux seuils de 5% et 10% entre la ROA et les variables INDEP et TAILLE respectivement. En revanche cette relation est négative entre la ROA et les variables ENDET, REUN, DUAL, SIZE, aux seuils de 1%, 5% et 10% respectivement. Par contre l'âge des dirigeants (AGE) n'a aucun effet sur la valeur économique des firmes.

Les résultats de l'analyse montrent que seul le nombre de réunions du conseil d'administration qui a un effet significatif sur le MTB et qui est positif au seuil de 10%.

La taille du conseil à une relation statistiquement significative positive avec le ROA et ROE. Un conseil d'administration composé d'un nombre important d'administrateurs est capable de contrôler, ou refuser les décisions prises par les dirigeants. Aussi une grande taille ne génère pas de conflits d'intérêts entre ces membres issus de la même famille. Ce résultat confirme la théorie de la dépendance des ressources (Pfeffer 1972,

Mintzberg 1983). Par contre, nos résultats montrent qu'il n'y a pas une relation significative entre la taille des entreprises et la performance boursière.

Indépendance du conseil d'administration influe positivement sur la performance financière et économique (ROE et ROA) ; la présence des administrateurs externes est déterminante dans la limitation du comportement opportuniste des dirigeants et la réduction de la latitude managériale, et objective dans la détermination de la rémunération des dirigeants, et l'augmentation de la performance d'entreprise. L'apport des administrateurs externes permet à l'entreprise de se comparer aux autres. En revanche, l'indépendance du conseil d'administration n'exerce aucun effet sur la performance boursière des entreprises (MTB).

La fréquence des réunions influe négativement sur la performance financière et économique. La multiplication des réunions entraîne des coûts et anticipe la stratégie de maximisation de l'utilité individuelle du dirigeant (Fotso 2015) sachant que le conseil d'administration fixe la stratégie à long terme de l'entreprise, la multiplicité des réunions risque de compromettre cette stratégie. Par contre, cette variable a un effet sur la performance boursière.

Le cumul des fonctions (la dualité), n'a pas de lien significatif avec le ROE et le MTB. Les entreprises algériennes ont une structure de direction moniste, qui tend vers une concentration du pouvoir entre les mains d'une seule personne à savoir le PDG. La concentration du pouvoir entre les mains d'une seule personne à savoir le dirigeant permet de renforcer le pouvoir du leadership et permet de contourner les problèmes de transfert incomplet des informations issues de la séparation des deux fonctions. En revanche cette variable a un impact négatif sur le ROA. Plus le cumul des fonctions du PDG et le directeur du conseil d'administration est important, plus la capacité de la direction d'investir dans des investissements rentables diminue.

L'ancienneté du dirigeant a un effet statistiquement significatif et positif sur la performance de l'entreprise (ROE et ROA) qu'il gère. Il s'avère que plus la durée de temps passée en tant que dirigeant est importante, la performance de l'entreprise est meilleure, car les dirigeants de l'entreprise acquièrent avec le temps une plus grande expérience, et intensifient par son réseau relationnels et leurs investissements en capital humain spécifique à l'entreprise qui leur permet un meilleur accès aux ressources d'approvisionnement et de financement. Plus le dirigeant est ancien plus il aura de l'expérience et sera en mesure de réaliser des investissements spécifiques à l'entreprise. Les résultats montrent également que l'ancienneté du dirigeant ne joue aucun rôle dans la détermination de la performance boursière (MTB).

L'âge du dirigeant n'a pas d'effet sur nos trois mesures de performance (ROE, ROA et MTB) car l'âge du dirigeant ne signifie pas nécessairement l'expérience. D'autre part, un âge avancé met le dirigeant dans une situation où il pense beaucoup plus à sa retraite qu'à penser à l'entreprise.

La taille de l'entreprise est positivement liée à la performance financière des entreprises (ROE). Selon Finet et Labelle (2004), la grande firme a la possibilité de diminuer les coûts unitaires (effet d'économie d'échelle) et de diversifier le risque, par contre une firme de petite taille est plus créative, innovatrice et créatrice de la valeur.

Par contre, la taille des entreprises est négativement liée la performance économique (ROA) des entreprises de notre échantillon. Plus la taille est grande, plus le ROA diminue puisque ce ratio n'est pas une source d'attraction pour les nouveaux actionnaires contrairement à la rentabilité des capitaux propres (ROE). Les résultats montrent qu'il n'y a aucune relation entre la taille des entreprises et la performance boursière.

L'endettement de l'entreprise est significativement et positivement lié à la performance financière (ROE). Selon la théorie de l'agence l'émission de dette conduit à réduire les conflits entre actionnaires et dirigeants, par conséquent réduire les coûts d'agence des fonds propres et maximiser le ROE, où le paiement régulier de la dette conduit à diminuer la probabilité de l'investissement sous optimal de la part du dirigeant puisque la liquidité se trouve réduite. Concernant la rentabilité économique (ROA), les résultats indiquent une relation négative avec l'endettement des entreprises. L'augmentation du taux d'endettement entraîne une augmentation des risques vis-à-vis des investisseurs car plus les entreprises s'endettent, plus la rentabilité des investissements diminue. Les résultats montrent également que l'endettement n'a aucun effet sur le MTB.

Conclusion

Pour étudier l'impact des variables relatives aux pratiques de gouvernance sur le ROA, le ROE et sur le ratio MTB. Globalement, nos résultats montrent qu'il y'a un impact significatif de la nature et du fonctionnement du conseil d'administration sur la performance.

L'impact de la composition du conseil d'administration sur la performance présente des résultats divergents comme suit :

Les résultats ont montré un effet positif de la taille sur le ROA et ROE. La grande taille du conseil favorise la diversité des choix des solutions adéquates, l'expérience et la sécurisation des ressources (Pearce et Zahra 1989, Gobard et Shatt 2004, Adams et Mehran 2003).

Ce résultat n'est pas conforme à la théorie de l'agence (Jensen 1993, Yermack 1996) qui confirment que la petite taille du conseil d'administration peut améliorer son fonctionnement, car une taille élevée peut favoriser la domination des dirigeants et une naissance des conflits au sein de l'organisation. Par contre, nos résultats montrent qu'il n'y a pas une relation significative entre la taille des entreprises et la performance boursière.

Concernant l'indépendance du conseil, les résultats révèlent une relation positive avec le ROE et ROA. La présence des administrateurs externes dans le conseil améliore la qualité de la publication financière et la performance financière des entreprises. Ce résultat est conforme aux travaux empiriques de Pfeffer (1981), Fama et Jensen (1983), Black et al (2006), Lefort et Urzua (2008), et contredit les études de Adams et Mehran (2003), Agrawal et Knoeber (1996), Bhagat et Bolton (2008), qui affirment que la proportion des administrateurs externes n'améliore pas la performance des entreprises. Par contre Charreaux et Pitol-Belin (1990) ont montré que l'échec des administrateurs externes dans le contrôle des dirigeants s'explique par une collusion entre ces administrateurs et les dirigeants.

L'indépendance du conseil d'administration n'exerce aucun effet sur la performance boursière des entreprises (MTB).

Le cumul des fonctions (la dualité), n'a pas de lien significatif avec le ROE et le MTB.

En revanche cette variable a un impact négatif sur le ROA. Plus le cumul des fonctions du PDG et le directeur du conseil d'administration est important, plus la capacité de la direction d'investir dans des investissements rentables diminue. Ce résultat est conforme aux travaux de Charreaux et Pitol-Belin (1990), Fama et Jensen (1983), Brickley et al (1997).

Les résultats montrent également un impact positif de l'ancienneté du dirigeant sur le ROA et le ROE est conforme aux résultats de Brickley et al (1997), Castanias et Helfat (1992), Zingales (2000) et Charreaux (2008) qui ont affirmé que les dirigeants qui possèdent une ancienneté avancée au sein de l'entreprise sont plus susceptibles d'avoir une bonne performance. Ces auteurs montrent que l'enracinement des dirigeants développe des compétences spécifiques dans la firme ce qui entraîne des conséquences positives sur la performance de l'entreprise.

De toutes ces variables, nous constatons que leurs effets sur la performance sont nuancés et qu'elle peut être positive ou négative selon la variable étudiée. De ce fait, la performance financière des entreprises algériennes cotées en bourse est sensible aux variables suivantes : La taille du conseil d'administration, l'indépendance des administrateurs, et l'ancienneté des dirigeants. Par conséquent l'hypothèse I est confirmée. Ce qui veut dire qu'il existe une relation positive entre les mécanismes de la gouvernance et la performance des entreprises algériennes.

Le marché boursier a toujours été considéré comme un lieu qui favorise la performance. Cependant, pour le marché boursier algérien, nous n'avons pas constaté un rapport significatif entre la performance et la gouvernance des entreprises cotées. Ce qui veut dire que l'hypothèse II n'est pas vérifiée en Algérie. Nous pensons que cette absence de sensibilité est due au fait que notre marché boursier reste embryonnaire et qu'il regroupe très peu d'entreprises. Aussi, ce marché ne permet pas de transférer de propriété du public vers le privé du fait de la forte protection des entreprises publiques. Les autorités boursières restent à l'écart et ne font pas d'effort pour dynamiser la bourse d'Alger.

Bibliographie :

- Agrawal .A et Knoeber .C (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.
- Adams.R et Mehran (2003),« Is corporate governance different for bank holding companies? Federal reserve bank of New York», *Economic Policy Review* (April), pp 123-142.
- André. P et Schiehl .E (2004), « Systèmes de gouvernance, actionnaires dominants et performance future des entreprises », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol 7.
- Ben Ali. C et Teulon. F (2014), « CEO Monitoring and board effectiveness: Resolving CEO compensation issue», *IPAG Business School Working Paper*, Version – January 2014.
- Barruet. C (2014), «Gouvernance d'entreprise, Conseil d'administration et Performance des entreprises françaises », *Mémoire d'initiation à la recherche*, *Ipag Business School*, pp 61-100.
- Bhagat .S et Bolton (2000), «Board independence and long –term firm performance», *working paper*, university of Colorado.
- Bhagat. S et Black. B. S (2002), « Board independence and long term firm performance », *Journal of Corporation Law*, vol 27, pp 231-273
- Bhagat. S et Bolton. B (2008), « Corporate governance and firm performance», *Journal of Corporate Finance*, vol 14, N°3, pp 257-273.
- Charreaux .G et Pitol-Belin. J. P (1990), « Le conseil d'administration », *Vuibert gestion*.
- Charreaux .G (2008), « A la recherche du lieu perdu entre caractéristiques des dirigeants et performance de la firme : gouvernance et latitude managériale », *cahier du FARGO*, n° 1080502, université de Bourgogne.
- Finet .A et Labelle. R (2004), « Les facteurs de changements des dirigeants : une étude empirique sur le NASDAQ », *Finance Contrôle Stratégie*, volume 7.

- Ghorbel. H et Kolsi. M (2011), «Effet des mécanismes de gouvernance sur la performance financière et boursière : Cas des entreprises canadiennes », la revue comptable et financière, n°6/2011, pp3-21.
- Godard. L (1999),« Les déterminants de choix entre un conseil d'administration et un conseil de surveillance », Finance Contrôle Stratégie.
- Godard. L et Schatt .A (2005), « Faut-il limiter le cumul des fonctions dans les conseils d'administration ? Le cas français », La Revue des Sciences de Gestion,
- Henni. A(1993), « Le cheikh et le patron », Office des publications universitaires, Alger.
- Hermalin. B .E et Weisbach. M.S (1991), « The effects of board composition and direct incentives on firm performance», Financial Management, Vol 20, pp 101-112.2005/3 (n°213), pp. 61-72.
- Jensen. M. C et Meckling. W. H. (1976), «Theory of firm: managerial behavior agency costs and ownership structure», Journal of Financial Economics, Vol 3, October, pp 305 – 360.
- Jensen. MC (1993), « The modern industrial revolution and the failure of internal control system », journal of Finance, Vol 48.
- Lefort. F. et Urzua. F (2008), « Board independence, firm performance and ownership concentration: evidence from Chile», Journal of Business Research, vol 61, pp 615-622.
- Lefort. F. et Urzua. F (2008),« Board independence, firm performance and ownership concentration: evidence from Chile», Journal of Business Research, vol 61, pp 615-622.
- Louizi .A(2011), « Les déterminants d'une « Bonne Gouvernance » et la performance des entreprises Françaises : Etudes empiriques », Thèse en Co- tutelle pour l'obtention du grade de Docteur en Sciences de Gestion, université Jean Moulin Lyon.
- Louizi. G(2006), « Impact du conseil d'administration sur la performance des banques tunisiennes », XVème Conférence Internationale de Management Stratégique, Annecy / Genève 13-16, pp1-38.
- Naciri. A (2006), «Traité de gouvernance corporative», Les Presses de l'université LAVAL.
- Omri. A (2003), « Systèmes de gouvernance et performance des entreprises tunisiennes », Revue française de Gestion 2003/1 (n°142), pp. 85-100.
- Pichard-Stamford. J.P (2000), « Légitimité et enracinement du dirigeant par le réseau des administrateurs », Finance Contrôle Stratégie, volume 3, N°4.
- Roseinstein, S. et Wyatt. J.G (1990),« Outside directors, board independence, and shareholder wealth», Journal of Financial Economics, Vol 26, pp 175-191.
- Shleifer. A et Vishny (1989), « Entrenchment the case of manager specific investment », Management journal of Financial Economics, N° 25.

- Zahra .S. A et Pearce. J. A (1992), «Board composition from a strategic contingency perspective». Journal of Management, Vol. 29, n° 4.
- Zingales et Luigi (1994), « The Value of the Voting Right : A Study of The Milan Stock Exchange Experience », The Review of Financial Studies, vol. 7, pp 125-48.