

Gouvernance d'entreprise et performance financière : Étude empirique sur les liens entre les pratiques de gouvernance des sociétés françaises et leurs résultats financiers

Corporate governance and financial performance: An empirical study of the links between the governance practices of French companies and their financial results

Ismail LAARIBI, (Doctorant)

Laboratoire de recherche en management des organisations, droit des affaires et développement durable, Maroc
Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales -Souissi
Université Mohammed V de Rabat, Maroc
ismail.laaribi@um5r.ac.ma

Khaddouj KARIM, (Professeur de l'Enseignement Supérieur)

Laboratoire de recherche en management des organisations, droit des affaires et développement durable, Maroc
Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales -Souissi
ENSAM, Université Mohammed V de Rabat, Maroc

Adresse de correspondance :	Rue Mohammed Ben Abdellah Ragraoui, Madinat Al Irfane, B.P.: 6430, Rabat Instituts. EMAIL: fsjes-souissi@um5s.net.ma TEL: 05-37-77-17-19 / 05-37-77-17-09 FAX: 05-37-67-17-51
Déclaration de divulgation :	Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude.
Conflit d'intérêts :	Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.
Citer cet article	LAARIBI, I., & KARIM, K. (2023). Gouvernance d'entreprise et performance financière : Étude empirique sur les liens entre les pratiques de gouvernance des sociétés françaises et leurs résultats financiers. International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics, 4(3-2), 677-697. https://doi.org/10.5281/zenodo.8077359
Licence	Cet article est publié en open Access sous licence CC BY-NC-ND

Received: May 23, 2023

Accepted: May 23, 2023

International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics - IJAFAME

ISSN: 2658-8455

Volume 4, Issue 3-2 (2023)

Gouvernance d'entreprise et performance financière : Étude empirique sur les liens entre les pratiques de gouvernance des sociétés françaises et leurs résultats financiers

Résumé :

De nombreuses entreprises françaises de grande taille ont pris conscience de l'importance des dispositifs organisationnels au sein de leurs organisations. En mettant en place ces pratiques, les entreprises produisent un effet significatif vis-à-vis de leurs parties prenantes. Cet article présente une étude théorique couplée avec une étude empirique, nous avons choisi d'utiliser une approche hypothético-déductive, conforme au paradigme positif, afin d'explorer la question de recherche centrale. Nous utiliserons la méthode quantitative afin de pouvoir évaluer l'impact des pratiques de gouvernance d'entreprise sur leurs performances financières. Les données ont été collectées sur une période allant de 2015 à 2019 concernant un échantillon composé de 180 entreprises cotées sur le marché boursier. Les résultats montrent que les entreprises qui appliquent des pratiques de gouvernance d'entreprise efficaces ont enregistré des performances financières supérieures. Les entreprises qui ont des conseils d'administration bien structurés, des comités d'audit indépendants et des mécanismes de contrôle internes solides ont tendance à réaliser des performances financières supérieures. La relation entre la gouvernance d'entreprise et la performance financière est plus forte pour les grandes entreprises que pour les petites entreprises. Les résultats obtenus montrent l'importance des pratiques de gouvernance pour la performance financière des entreprises et peuvent les aider à comprendre l'importance de la gouvernance pour améliorer leur performance financière.

Mots clés : Gouvernance, Valeur financière, parties prenantes, évolution, entreprises cotées, impact

Classification JEL : G34

Type de l'article : Article empirique.

Abstract:

Many large French companies have become aware of the importance of organizational arrangements within their organizations. By implementing these practices, companies produce a significant effect on their stakeholders. This article presents a theoretical study coupled with an empirical study. We will use the quantitative method in order to assess the impact of corporate governance practices on their financial performance. The data were collected over a period of time on publicly traded companies. The results show that companies with effective corporate governance practices have superior financial performance. Companies with well-structured boards of directors, independent audit committees and strong internal control mechanisms tend to achieve superior financial performance. The relationship between corporate governance and financial performance is stronger for large companies than for small companies. The results show the importance of corporate governance practices for companies' financial performance and can help companies understand the importance of governance in improving their financial performance.

Keywords: Governance, financial value, stakeholders, evolution, listed companies, impact.

JEL Classification: G34

Paper type: Empirical research.

1. Introduction :

La gouvernance d'entreprise est l'ensemble des processus, des règles et des pratiques qui régissent la manière dont une entreprise est dirigée, contrôlée et rend compte de ses performances. La gouvernance d'entreprise vise à établir des mécanismes efficaces de surveillance, de prise de décision et de responsabilité pour assurer la création de valeur à long terme pour les actionnaires et les parties prenantes de l'entreprise. Nous pouvons aussi alimenter ces définitions par les auteurs Jensen et Meckling qui définissent la gouvernance d'entreprise comme "l'ensemble des relations entre les différents acteurs de l'entreprise, telles que les actionnaires, les dirigeants et les parties prenantes externes, qui déterminent les objectifs de l'entreprise et les moyens de les atteindre, ainsi que les mécanismes pour suivre les progrès réalisés".

La performance financière, quant à elle, est une mesure de la rentabilité d'une entreprise qui se reflète dans les états financiers tels que le bilan, le compte de résultat et le tableau des flux de trésorerie. La performance financière est souvent mesurée en termes de bénéfices, de rendement des actifs, de rendement des capitaux propres, de croissance des revenus.

Les entreprises sont considérées comme des républiques. L'autorité ultime appartient aux électeurs (actionnaires). Ces différents électeurs élisent des représentants à savoir des administrateurs qui délèguent la plupart des décisions aux bureaucrates, notamment les gestionnaires. La répartition du pouvoir dans une république dépend des règles de gouvernance. Les règles peuvent varier selon le niveau de démocratie ou de dictature : une gouvernance plus démocratique donne peu de pouvoir à la direction et permet aux actionnaires de remplacer facilement les administrateurs, tandis qu'une gouvernance plus dictatoriale donne des pouvoirs étendus à la direction et restreint la capacité des actionnaires à remplacer les administrateurs.

Vraisemblablement, les actionnaires acceptent les diverses restrictions de leurs propres droits de vote dans l'espoir de maximiser leur richesse, mais nous ne savons que peu de choses au sujet de l'équilibre idéal des pouvoirs. D'un point de vue théorique, il n'existe pas de réponse évidente. Dans le présent article scientifique empirique, nous allons-nous intéresser à la problématique suivante : **Y a-t-il un lien entre les droits des actionnaires et le rendement des entreprises ?** À titre de rappel, pour que les sociétés puissent bénéficier de soutiens financiers d'actionnaires, il faut obligatoirement qu'elles soient cotées sur le marché boursier.

Au fil du temps, la recherche a suggéré un lien fort entre la gouvernance d'entreprise et la performance financière d'une entreprise. Une gouvernance solide permet à une entreprise de gérer les risques, de prendre des décisions stratégiques éclairées et d'entretenir de bonnes relations avec les parties prenantes. Ces entreprises ont également tendance à être transparentes dans leurs rapports financiers et à adopter des pratiques éthiques élevées, ce qui renforce la confiance des investisseurs et du public.

Cet article scientifique examine les différents mécanismes utilisés dans ces systèmes de gouvernance (tels que la concentration de l'actionnariat, les systèmes de rémunération des dirigeants, les rachats d'entreprises, les participations croisées) et évalue les preuves pour déterminer leur impact sur la performance de l'entreprise. Notre présent article se divise en deux parties : la première fournit un cadre analytique et théorique pour comprendre la gouvernance d'entreprise et la politique financière. Dans la seconde partie, une étude empirique est menée en utilisant des données financières et des informations sur les pratiques de gouvernance des entreprises cotées en bourse. Des méthodes statistiques sont utilisées pour analyser les données et évaluer les liens entre les pratiques de gouvernance d'entreprise et la performance financière. Nous profitons de cette introduction pour rappeler que notre travail peut présenter certaines limites dont nous ferons abstraction, mais la plus principale est que la performance financière d'une entreprise peut être influencée par des facteurs externes tels que la conjoncture économique, les politiques gouvernementales, ou encore les fluctuations des marchés

financiers. Nous pouvons également rajouter une seconde limite qui est qu'il ne prend pas en compte les "bénéfices privés du contrôle" obtenus par les actionnaires dominants. Ainsi, nous négligeons le pouvoir qu'ils exercent en tant que principaux détenteurs de parts. Ces facteurs externes peuvent biaiser les résultats de l'étude si leur influence n'est pas correctement contrôlée.

2. Revue de littérature et Principales Théories :

2.1. Définitions et mesures de la gouvernance des entreprises

Avant d'analyser d'identifier et d'analyser les caractéristiques d'une bonne gouvernance, il est essentiel de définir le concept « bonne gouvernance ». Car, sa définition dépend intimement du paradigme auquel la réponse se réfère. Ceci est d'autant plus vrai du fait qu'historiquement, une bonne gouvernance est celle qui est conçue en vue d'inciter les gouvernants de servir aux mieux les intérêts des actionnaires en limitant (voire en éliminant) l'asymétrie informationnelle en faveur des gouvernants. Selon l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques), la gouvernance d'entreprise désigne "le système par lequel les entreprises sont dirigées, gérées et contrôlées, impliquant des relations entre les actionnaires, le conseil d'administration, la direction exécutive et les autres parties prenantes". Nous pouvons également rajouter Donaldson et Davis qui définissent la gouvernance d'entreprise comme "l'ensemble des mécanismes, relations, processus et institutions par lesquels les pouvoirs de décision sont exercés et contrôlés dans les entreprises". La réforme de la gouvernance d'entreprise est importante pour attirer les investisseurs et améliorer les avantages de l'investissement pour la société. L'efficacité de la répartition des capitaux disponibles et le contrôle effectif de leur utilisation finale par les entreprises sont également cruciaux pour maximiser le bien-être économique.

La gouvernance d'entreprise vise à protéger les intérêts de tous les actionnaires et de **toutes les parties prenantes**, y compris les employés, les fournisseurs, les clients et la communauté, en assurant une prise de décision équitable et responsable.

Selon Michael Jensen et William Meckling, la gouvernance d'entreprise concerne la manière dont les parties prenantes (actionnaires, dirigeants, gestionnaires) interagissent pour aligner les intérêts de toutes les parties en vue de maximiser la valeur à long terme de l'entreprise.

Pour rappel, cet article scientifique nous amène à formuler les hypothèses de recherche suivantes :

- L'hypothèse I est que la faiblesse des droits des actionnaires a entraîné des coûts d'agence supplémentaires. Si le marché avait sous-estimé ces coûts supplémentaires, le rendement des actions et le rendement d'exploitation d'une entreprise auraient été pires que prévu et la valeur de l'entreprise au début de la période aurait été trop élevée.
- L'hypothèse II est que les mesures de gouvernance n'ont pas entraîné un mauvais rendement (et n'ont pas besoin d'avoir un pouvoir de protection).

2.1.1. Le traitement équitable :

John R. Boatright est un philosophe et théoricien de l'éthique des affaires. Il a notamment abordé ce sujet dans son ouvrage "Ethics in Finance" publié en 2010. Il souligne l'importance d'un traitement équitable des différentes parties prenantes dans la gouvernance d'entreprise. Selon lui, les dirigeants et les administrateurs doivent veiller à ce que les intérêts de toutes les parties prenantes soient pris en compte de manière équitable. Les investisseurs en actions ont accès à certains droits de propriété. Une action de participation dans une société cotée en bourse peut être achetée, vendue ou transférée et permet à l'investisseur de participer aux bénéfices de la société. Dans de nombreuses économies, les principaux actionnaires contrôlent la plupart des

sociétés, dans certains cas par le biais de droits de vote différentiels ou de structures de propriété et de contrôle complexes qui leur permettent de conserver le contrôle avec relativement peu de capitaux propres. Le traitement équitable sous-entend la protection des actionnaires. Certains types d'activités d'entreprise comportent des conflits d'intérêts inhérents entre les participants. Ces activités devraient être menées en tenant dûment compte des intérêts de tous les actionnaires et comprendre des méthodes efficaces pour obtenir réparation des griefs.

2.1.2. L'influence des actionnaires

Lucian Bebchuk a abordé l'influence des actionnaires dans plusieurs de ses travaux. L'une de ses études les plus connues et influentes sur ce sujet est l'article intitulé "The Case for Increasing Shareholder Power" (L'affirmation d'un plus grand pouvoir des actionnaires), publié en 2005 dans la Harvard Law Review. Son article aborde le pouvoir et l'influence des actionnaires, notamment en mettant en avant le rôle des actionnaires institutionnels dans le contrôle et la prise de décisions des entreprises. La participation aux assemblées générales des actionnaires est un droit fondamental de tous les actionnaires, qui est essentiel à leur capacité d'influencer l'entreprise. Les procédures de convocation des assemblées d'actionnaires et de vote devraient être conçues de manière à faciliter et à encourager la participation. L'accès à l'information et la fiabilité des procédures de procuration constituent un défi particulier dans le cas des investisseurs étrangers qui détiennent leurs actions par l'intermédiaire de chaînes d'intermédiaires.

2.1.3. Rôle du conseil d'administration et les droits des parties prenantes :

R. Edward Freeman a développé la théorie des parties prenantes dans les années 1980. Son ouvrage majeur sur le sujet, intitulé "Strategic Management: A Stakeholder Approach" (Gestion stratégique : une approche des parties prenantes), a été publié en 1984. Il définit la gouvernance d'entreprise comme "la manière dont une entreprise prend des décisions et est tenue responsable de ses actions vis-à-vis des parties prenantes". Il souligne que le conseil d'administration doit considérer les intérêts et les droits de toutes les parties prenantes, en plus de ceux des actionnaires, pour assurer une gouvernance équilibrée et responsable. Considéré comme un acteur incontournable et central dans la gouvernance de l'entreprise. Le conseil d'administration (CA) remplit les fonctions suivantes :

Guider la stratégie de l'entreprise - Surveiller le rendement des gestionnaires et remplacer les gestionnaires au besoin - S'assurer que la société respecte les lois applicables - L'établissement d'un code d'éthique d'entreprise - Superviser les systèmes afin d'obtenir un rendement adéquat pour les actionnaires - Surveiller et gérer les conflits d'intérêts potentiels de la direction, des membres du (CA) et des actionnaires

Cadbury Report : Ce rapport publié en 1992 au Royaume-Uni définit la gouvernance d'entreprise comme "l'ensemble des processus par lesquels les entreprises sont dirigées et contrôlées". Il met l'accent sur les responsabilités du conseil d'administration, la transparence financière et la protection des droits des actionnaires.

3. Les mécanismes de contrôle de la gouvernance des entreprises

3.1. Les administrateurs non exécutifs

Les administrateurs non exécutifs assurent que les administrateurs exécutifs agissent dans l'intérêt des actionnaires. Leur indépendance et leur souci de préserver leur réputation sur le marché du travail leur permettent de remplir ce rôle de contrôle. Des études ont montré une relation négative entre la proportion d'administrateurs indépendants et les mesures de performance. De plus, la nomination de nouveaux administrateurs externes est bien accueillie

par le marché boursier, tandis que la nomination d'administrateurs internes supplémentaires n'a pas d'impact significatif sur le cours des actions.

3.2. Composition des comités et qualités des administrateurs :

Une recommandation du rapport Cadbury était que toutes les sociétés cotées en bourse établissent des comités de vérification internes pour superviser divers aspects du processus de vérification. Les fonctions de ces comités comprenaient la nomination des auditeurs externes, l'examen des états financiers de l'entreprise et la fourniture de conseils sur les constatations importantes des audits internes. Selon Cadbury, ces comités devaient être composés d'au moins trois membres, exclusivement d'administrateurs non dirigeants, dont la majorité devait être indépendante. Des études ont été menées pour évaluer l'impact de ces comités de vérification sur les performances des entreprises. Les résultats ont été mitigés : une étude a constaté une réaction positive du marché aux rapports sur les bénéfices après la création d'un comité de vérification, tandis qu'une autre étude n'a trouvé aucune incidence significative sur les mesures comptables et de performance du marché. De plus, des changements dans la composition des comités de vérification n'ont pas entraîné de rendements anormaux. Une autre étude n'a pas trouvé de preuves soutenant l'idée que la structure des sous-comités du (CA) avait un impact important sur la performance des entreprises.

4. Le cadre analytique – Étude de la relation entre les actionnaires et les parties prenantes

Le terme anglais "stakeholders" n'a pas de traduction précise en français, mais il est généralement traduit par "parties prenantes". Cependant, cette traduction ne reflète pas l'opposition entre les "stakeholders" et les "stockholders" (actionnaires). Certains auteurs suggèrent d'autres traductions comme "parties intéressées", "porteurs d'enjeux" ou "ayants droit", mais elles sont moins répandues dans les études académiques.

Le concept de parties prenantes trouve son origine dans les travaux de Berle et Means en 1932, les travaux réalisés par Adolf A. Berle et Gardiner C. Means en 1932 ont eu une influence majeure dans le domaine de la gouvernance d'entreprise. Leur livre intitulé "The Modern Corporation and Private Property" (la société moderne et la propriété privée) met en évidence la nécessité pour les organisations de prendre en compte les intérêts des partenaires impliqués dans leurs activités, en plus de leurs propres intérêts. Le terme "stakeholder" a été introduit pour la première fois en 1960 dans le cadre d'une réflexion stratégique menée par Ansoff et Steward au sein du Stanford Research Institute, selon Freeman (1984) cité par Gond et Mercier (2005). En résumé, bien que la traduction exacte du terme "stakeholders" en français ne soit pas établie, il est généralement traduit par "parties prenantes". Cependant, cette traduction ne rend pas compte de l'opposition entre les "stakeholders" et les "stockholders", et d'autres traductions moins courantes sont proposées par certains auteurs. Le concept de parties prenantes met l'accent sur la prise en compte des intérêts des différentes parties impliquées dans les activités d'une organisation. Avant d'examiner la relation entre la gouvernance d'entreprise, la performance des entreprises et la croissance économique, il est utile de disposer d'un cadre permettant de comprendre comment la gouvernance d'entreprise peut affecter le comportement et la performance économique des entreprises. Il n'est pas clair pourquoi nous devrions nous inquiéter de la gouvernance d'entreprise puisque les entreprises qui n'adoptent pas des mécanismes de gouvernance qui minimisent les coûts seraient probablement moins efficaces et seraient, à la longue durée, remplacées. D'autre part, la concurrence du marché ne peut à elle seule résoudre les défaillances du marché résultant de problèmes d'asymétrie d'information, de perturbation et de relations principal-agent qui sont à la base même du problème du gouvernement d'entreprise.

4.1. Le modèle des actionnaires

Milton Friedman, un économiste américain renommé, a publié plusieurs travaux sur le modèle des actionnaires et la responsabilité sociale des entreprises. L'une de ses études les plus influentes dans ce domaine est son article intitulé "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits" (La responsabilité sociale des entreprises est d'augmenter ses bénéfices), publié en 1970 dans la New York Times Magazine. Dans cet article, Friedman défend l'idée que la principale responsabilité des entreprises est de maximiser les bénéfices pour leurs actionnaires. Il soutient que les dirigeants d'entreprise doivent agir dans l'intérêt des actionnaires et se concentrer sur la création de valeur économique, plutôt que de s'engager dans des initiatives sociales ou philanthropiques qui pourraient réduire les bénéfices. Il soutient que les dirigeants doivent agir dans l'intérêt des actionnaires et prendre des décisions qui augmentent les bénéfices et la valeur de l'entreprise. L'objectif principal est de maximiser la richesse des actionnaires en assurant une gestion efficace et en alignant les intérêts des dirigeants et des administrateurs sur ceux des actionnaires. Des mécanismes sont nécessaires pour surmonter les problèmes liés à la séparation de la propriété et du contrôle.

Trois types de mécanismes sont généralement utilisés :

L'alignement direct des intérêts par le biais de régimes de rémunération des cadres, d'options d'achat d'actions et de la surveillance directe par les conseils d'administration. La protection juridique contre l'expropriation des actionnaires par les dirigeants, notamment la protection des droits des actionnaires et l'interdiction des opérations d'initiés. Les moyens indirects de contrôle des entreprises, tels que les marchés des capitaux, les marchés du travail des cadres et les marchés pour le contrôle des entreprises, comme les prises de contrôle. L'approche axée sur les actionnaires vise à aligner les intérêts des gestionnaires et des actionnaires et à faciliter l'investissement de capitaux externes dans les entreprises. Cependant, il est important de noter que les actionnaires ne sont pas les seuls investisseurs dans une société.

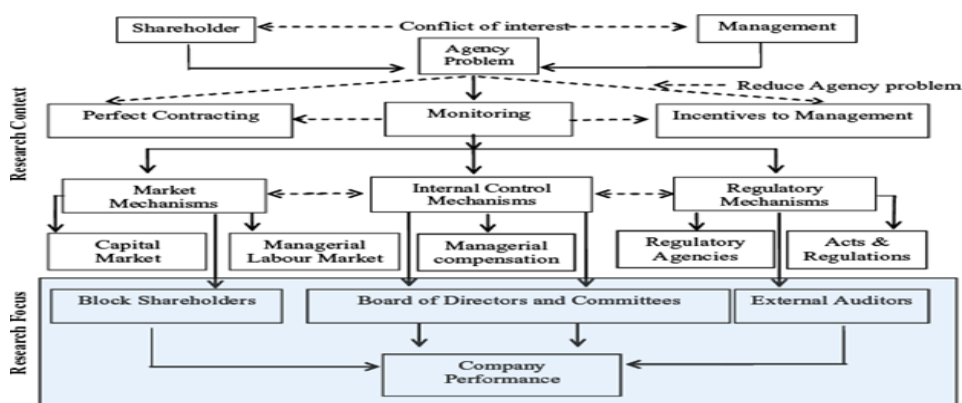
4.2. Le modèle des parties prenantes :

Avant tout, rappelons que Berle et Means dans leur ouvrage classique "The Modern Corporation and Private Property" 1932 soulignent que les entreprises modernes ont des impacts sociaux importants et qu'elles doivent prendre en compte les intérêts des différentes parties prenantes. Ils mettent l'accent sur le rôle des dirigeants et du conseil d'administration pour équilibrer les intérêts des actionnaires et des autres parties prenantes. Selon le modèle traditionnel des parties prenantes, les entreprises sont responsables envers un groupe élargi de parties prenantes, au-delà des seuls actionnaires. Ces parties prenantes peuvent inclure les employés, les fournisseurs, les clients, les créanciers, les intérêts environnementaux, les gouvernements et la société en général. Ce qui importe, c'est l'impact que ces parties prenantes peuvent avoir sur le comportement et la performance de l'entreprise, ainsi que sur la croissance économique. Le modèle des parties prenantes a récemment été redéfini, mettant davantage l'accent sur une définition plus étroite des parties prenantes, en tant qu'acteurs ayant apporté des actifs spécifiques à l'entreprise, tels que les investissements des employés et des fournisseurs. Le modèle des parties prenantes offre l'avantage de résoudre les problèmes de sous-investissements liés aux comportements opportunistes, en encourageant la coopération active **entre tous acteurs**. Ainsi, l'un des défis majeurs dans les réformes est de développer des cadres et des mécanismes de gouvernance d'entreprise qui favorisent des niveaux d'investissement socialement efficaces de la part de toutes les principales parties prenantes.

Rappelons également que Donaldson et Preston ont développé la théorie des parties prenantes élargie et mis l'accent sur l'importance de tenir compte des intérêts des parties prenantes non seulement dans la prise de décisions, mais également dans la définition des objectifs de

l'entreprise. Ils soutiennent que la gouvernance d'entreprise doit équilibrer les intérêts des différentes parties prenantes pour assurer la durabilité et le succès à long terme de l'entreprise.

Figure 1 : Schéma reflétant le conflit d'intérêts entre le principal et l'agent



Source : schéma fait par nos soins

4.3. La gouvernance des entreprises en France entre Forces et Faiblesses

Les systèmes de gouvernance d'entreprise peuvent être différenciés en fonction de la concentration de la propriété et de l'identité des actionnaires. Certains systèmes sont caractérisés par une dispersion de la propriété, tandis que d'autres sont caractérisés par une concentration de la propriété avec un actionnaire majoritaire. Les systèmes d'actionnariat dispersé peuvent également présenter des mécanismes qui permettent une concentration du pouvoir de vote, limitant ainsi les droits des actionnaires minoritaires. Lorsque la propriété est concentrée et les droits de vote sont alignés sur les droits de propriété, les actionnaires minoritaires sont en position de faiblesse et les propriétaires majoritaires conservent le contrôle de l'entreprise. En France, les systèmes de gouvernance d'entreprise relèvent généralement de l'une de ces trois catégories. La concentration de la propriété avec une dispersion des droits de vote peut être réalisée à l'aide de plafonds de vote, mais cela présente des inconvénients tels qu'une faible liquidité et des coûts élevés du capital

Tableau 1 : Taxonomie de la propriété et du pouvoir de vote

	Dispersion des droits de vote	Pouvoir de vote concentré
Propriété dispersée	Nombreux petits actionnaires Une action/Un vote	Nombreux petits actionnaires Un pouvoir de vote concentré entre les mains des actionnaires par l'intermédiaire des actions à double catégorie, des actions privilégiées, des Votes par procuration, des fiducies de vote, etc.
	Des managers forts, des propriétaires faibles □ des absorptions sont possibles	Des actionnaires dominants forts, des actionnaires minoritaires faibles □ les prises de contrôle sont impossibles
Propriété concentrée	Actionnaires importants Dilution du droit de vote lié à l'actionnariat au moyen d'un Plafonnement des droits de vote	Actionnaires importants Droits de vote alignés sur les droits de propriété par le biais d'une action/une vote, ou Concentrés par des mécanismes de séparation.
	Des managers forts, des propriétaires faibles □ les prises de contrôle sont difficiles	Des managers faibles, des propriétaires minoritaires faibles, des propriétaires majoritaires forts □ des prises de contrôle sont possibles

Source : Elaboré par les auteurs

La gouvernance d'entreprise est influencée par le cadre juridique et réglementaire dans lequel les entreprises opèrent, voir La Porta et al et Shleifer et Vishn. En même temps, l'environnement juridique et réglementaire est en partie le résultat de systèmes de gouvernement d'entreprise différents.

5. Étude du lien entre la gouvernance d'entreprise et la performance financière

5.1. L'effet de la concentration de la propriété et la rémunération des dirigeants sur la performance financière

5.1.1. La concentration de la propriété et le rendement de l'entreprise

L'une des questions qui se posent lorsqu'on se demande si la gouvernance d'entreprise influe sur le rendement est de savoir si les entreprises contrôlées par leur propriétaire sont plus rentables que les entreprises contrôlées par leur gestionnaire. Cette question est centrale, d'autant plus que la concentration des exploitations est le principal moyen de contrôle dans tant de pays à travers le monde.

5.1.2. La rémunération des dirigeants et la performance de l'entreprise

Lorsque d'autres mécanismes de contrôle sont insuffisants, des incitations spéciales peuvent être nécessaires pour aligner les intérêts des gestionnaires sur ceux des actionnaires. Les programmes de rémunération des dirigeants lient souvent leur rémunération au rendement de l'entreprise, ce qui les expose aux mêmes risques que les actionnaires. La rémunération des dirigeants dépend de la présence d'autres mécanismes de contrôle. Dans les systèmes où les dirigeants sont des initiés, leur rémunération est généralement moins élevée en raison de moins d'asymétries d'information et de moins de latitude pour les dirigeants.

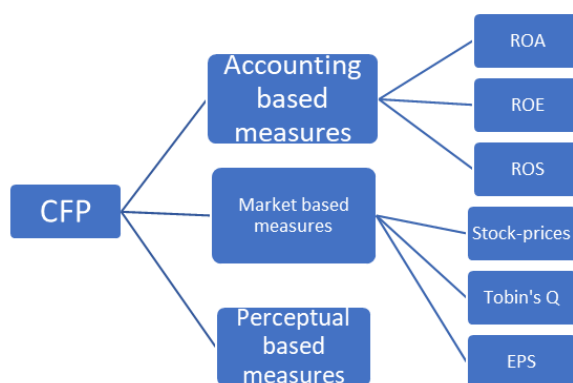
5.2. Méthodologie, modèle et paramètres de recherche

5.2.1. Méthodologie et outils de recherche empirique

Les données mesurant la gouvernance d'entreprise sont fournies par Institutional Shareholder Services Inc., qui est, le premier fournisseur mondial de solutions de gouvernance d'entreprise et d'investissement responsable pour les propriétaires d'actifs, les gestionnaires d'actifs, les hedge funds et les fournisseurs de services d'actifs. Les clients institutionnels se tournent vers nous pour appliquer leurs points de vue en matière de gouvernance d'entreprise, identifier les risques de gouvernance et gérer l'ensemble de leurs besoins en matière de vote par procuration sur une base globale. ISS Governance Quality Score est une solution de scoring et de screening basés sur des données, conçues pour aider les investisseurs institutionnels à surveiller la gouvernance des sociétés de leur portefeuille. En tant que solution extra-financière de filtrage des données, la méthodologie ISS Gouvernance Quality Score offre plusieurs avantages clés. Les attributs de la gouvernance sont classés selon quatre piliers thématiques : Structure du (CA), droits des actionnaires et défense en cas de prise de contrôle, compensation/rémunération, et audit et surveillance des risques. Le Score de qualité de la gouvernance du SSI repose sur l'analyse de plus de 220 facteurs de gouvernance dans l'ensemble de l'univers de couverture qui, à son tour, s'appuie sur un solide ensemble de données. Ces données sont complétées par des analyses et des informations exclusives provenant d'analyses, d'interprétations et de politiques de vote par procuration d'ISS. ISS Governance Quality Score présente les scores de décile au niveau de l'entreprise, présentés sous forme d'entiers de 1 à 10, plus les scores des piliers sous-jacents en utilisant la même échelle qui, ensemble, fournissent une compréhension claire des facteurs du risque de gouvernance de l'entreprise.

5.2.2. Mesure de la performance financière de l'entreprise

Malgré les diverses méthodes utilisées dans la littérature pour mesurer la performance financière des entreprises, Orlitzky et ses collaborateurs (2003) soutiennent que les études empiriques convergent vers trois types de mesures : les mesures comptables, les mesures fondées sur le marché et les mesures perceptuelles.



Source : Fait par nos soins

Les mesures fondées sur la comptabilité comprennent généralement le rendement de l'actif, le rendement des capitaux propres et le rendement des ventes pour évaluer le rendement financier d'une entreprise donnée. Les mesures fondées sur le marché reposent sur des variables telles que le cours des actions, le rendement boursier, le ratio Q de Tobin et le bénéfice par action. Enfin, les mesures perceptuelles s'appuient sur la collecte de données primaires qui est définie dans les travaux de Kotabe et Helsen comme « des données collectées spécifiquement pour les besoins de l'étude de recherche ». En raison des avantages procurés par les mesures fondées sur le marché, le rendement financier de l'entreprise sera mesuré au moyen du ratio Q de Tobin, qui est défini comme étant la valeur marchande de l'entreprise divisée par la valeur de remplacement de ses actifs. En d'autres termes, ce ratio représente la valeur générée par l'entreprise grâce à ses actifs. Le rapport Q de Tobin est calculé de la manière suivante :

$$\frac{\text{(valeur comptable des actifs - valeur comptable des capitaux propres - impôts différés + valeur de marché des capitaux)}}{\text{Valeur des actifs}}$$

5.3. Les variables

5.3.1. Gouvernance des entreprises

Afin de calculer les Quality Score des entreprises pour refléter une vue d'ensemble du risque de gouvernance de chaque société, il faut analyser tout d'abord les piliers de chaque comité :

5.3.1.1. La composition du conseil d'administration :

- Indépendance du président du (CA)
- Durée du mandat des membres du (CA)

5.3.1.2. La composition des comités :

- La classification du président du comité de nomination
- Le classement du président du comité des rémunérations
- La présence de dirigeants au sein du comité d'audit
- La classification du président du comité d'audit

5.3.1.3. Les pratiques du conseil d'administration

- Pourcentage de présence des administrateurs :
- Le niveau global de propriété d'actions des dirigeants et directeurs

5.3.1.4. Les politiques du conseil d'administration

- L'évaluation du rendement du conseil est un moyen de mesurer l'efficacité des membres du conseil et leur engagement envers leur rôle. L'évaluation permet également de passer en

revue le fonctionnement global du conseil, d'évaluer la préparation des questions importantes et d'identifier les compétences clés présentes au sein du conseil. Une évaluation devrait tenir compte :

- a) Dans le cas du conseil ou d'un comité du conseil, de son mandat ou de sa charte
- b) Dans le cas d'un administrateur en particulier, de la ou des descriptions de poste applicables, ainsi que des compétences et aptitudes que chacun des administrateurs est censé apporter au conseil.

5.3.1.5. La rémunération contre la performance

Les pratiques exemplaires suggèrent que les sociétés divulguent des plafonds de primes pour les PDG qui sont liés à une valeur fixe ou divulguée, comme le salaire de base. Les pratiques exemplaires suggèrent que les sociétés divulguent des plafonds de primes pour les membres de la haute direction qui sont liés à une valeur fixe ou divulguée, comme le salaire de base.

5.3.1.6. L'utilisation des fonds propres

Les plans d'intéressement dans le cadre desquels des actions de performance sous forme d'options de souscription d'actions sont attribuées aux dirigeants et aux salariés entraîneront une dilution de l'intérêt des actionnaires. Compte tenu du caractère incitatif de ces instruments, les actionnaires acceptent généralement une telle dilution, à condition que celle-ci soit limitée, Options d'achat d'actions octroyées aux dirigeants.

5.3.1.7. La publication des informations

Les investisseurs ont la difficulté à juger de la qualité ou de la rigueur de ces mesures en raison de l'insuffisance ou de l'absence d'informations sur le fondement financier des mesures du rendement. ISS examine les mesures de rendement utilisées pour l'octroi de primes incitatives à court terme ou de primes annuelles aux dirigeants.

5.3.1.8. Les droits des actionnaires :

L'existence de plafonds de propriété limite les investissements et donc les droits de vote des actionnaires. Les investisseurs ont tendance à éviter les sociétés avec des plafonds de propriété, car cela restreint leur capacité à atteindre une participation significative et à influencer les décisions. Les actions spéciales accordant des droits de vote disproportionnellement élevés à l'État (actions privilégiées) ou à d'autres actionnaires spécifiques (actions prioritaires) sont généralement désapprouvées par la communauté des investisseurs.

5.3.1.9. Le comité d'audit :

L'opinion de l'auditeur et du comité d'audit porte sur les informations financières ; leur opinion est liée aux comptes.

5.3.2 Les variables de contrôle

Afin d'améliorer la justesse du modèle, il faudrait examiner d'autres variables qui influent sur le rendement financier des sociétés. De nombreuses variables de contrôle ont été identifiées dans la littérature. Ullmann et Waddock et Graves soulignent l'importance de la taille de l'entreprise, du risque et de l'industrie.

Dans la présente étude, la taille de l'entreprise est mesurée en calculant le logarithme naturel des ventes totales. L'industrie est également un facteur important à prendre en compte, car tous les secteurs de l'échantillon n'en sont pas au même stade de maturité et de croissance, ce qui pourrait avoir une incidence sur l'évaluation des entreprises dans des secteurs particuliers. Ici, les quatre chiffres normalisés de la classification des industries seront utilisés pour faire une telle distinction semblable à l'étude de Waddock et Graves, McWilliams et Siegel, LLSV et Tsoutsoura. L'effet de levier est utilisé comme indicateur de la structure du capital et du risque

dans de nombreuses études. Il est calculé comme le ratio d'endettement de l'entreprise et c'est aussi la mesure qui sera adoptée dans cette étude. Le ROA est défini comme le rapport du bénéfice net divisé par le total de l'actif. Le taux de croissance des ventes au cours des cinq derniers exercices est également inclus ici afin de tenir compte des occasions d'investissement des entreprises. Cette mesure est préférable à la croissance des bénéfices parce qu'elle ne tient pas compte de la volatilité et de la manipulabilité des bénéfices. Les dépenses en immobilisations sont également incluses dans cette étude et sont calculées en divisant les dépenses en immobilisations par les ventes. Enfin, nous ajoutons une variable fictive pour savoir si la société verse un dividende ou non. Afin de régler le problème potentiel des valeurs aberrantes, on ne tient pas compte du RCP et des dépenses en immobilisations au 1er et au 99^e percentiles.

5.4. La relation empirique entre la gouvernance et la performance – Résultats

5.4 Méthodologie de recherche adoptée

La méthodologie de recherche constitue une approche concrète qui vise à confronter les concepts théoriques avec la réalité sur le terrain. Elle joue un rôle essentiel dans la confirmation ou la réfutation des hypothèses formulées concernant la problématique de la recherche.

5.4.1 Choix du positionnement épistémologique :

Dans cette recherche, nous avons décidé d'adopter une approche positiviste, conformément à la proposition d'Essid (2009), selon laquelle les systèmes de gouvernance peuvent être étudiés à travers différents cadres épistémologiques. L'auteur souligne que lorsqu'un objet de recherche existe indépendamment du chercheur, il s'inscrit dans le paradigme positiviste. La posture épistémologique de cette recherche est hypothético-déductive. Les hypothèses sont formulées à partir de l'analyse des théories mobilisées, puis testées lors des phases empiriques pour validation. Les réflexions sur la contribution du contrôle de gestion à la performance environnementale ont conduit à préciser cette position épistémologique.

Ce choix nous a amenés à adopter une approche quantitative, qui est prédominante en sciences de gestion. En effet, cette approche permet de quantifier les résultats, leur conférant ainsi une signification plus précise. Elle nous aidera également à mieux comprendre comment le contrôle de gestion et ses outils contribuent à la performance environnementale des entreprises étudiées. L'avantage de cette approche réside également dans sa capacité à établir des relations entre les variables à expliquer et les variables explicatives. Elle permet de recenser de nombreux cas, de compter des unités, de décrire et d'étudier des objets, ainsi que de relever la fréquence d'apparition d'un phénomène (Grawitz, 1993).

5.4.2 Hypothèses

Pour introduire efficacement la problématique, il est crucial de la délimiter en établissant un cadre de recherche global. La problématique de recherche implique l'identification et la description d'un problème spécifique qui a été relevé dans la littérature existante ou sur le terrain d'étude.

Cela nécessite d'examiner les lacunes, les questions en suspens et les contradictions dans les connaissances existantes afin de formuler une problématique de recherche précise et pertinente. Une revue de la littérature permet d'identifier les domaines où des informations manquent ou des perspectives divergentes nécessitent une enquête approfondie.

En définissant clairement la problématique, il devient possible de poser des questions de recherche spécifiques et d'établir des objectifs d'étude cohérents. Cela guide les méthodologies employées et facilite l'obtention de résultats pertinents pour résoudre le problème de recherche identifié.

Dans cette optique, la question de recherche à laquelle nous allons essayer d'apporter une réponse se formule de la manière suivante : **Y a-t-il un lien entre les droits des actionnaires et le rendement des entreprises ?**

Répondre à cette problématique nous amène à formuler les hypothèses suivantes :

L'hypothèse I est que la faiblesse des droits des actionnaires a entraîné des coûts d'agence supplémentaires. Si le marché avait sous-estimé ces coûts supplémentaires, le rendement des actions et le rendement d'exploitation d'une entreprise auraient été pires que prévu et la valeur de l'entreprise au début de la période aurait été trop élevée.

Dans cet article scientifique empirique, l'hypothèse I affirme que la faiblesse des droits des actionnaires entraîne des coûts d'agence supplémentaires. Selon cette hypothèse, si le marché n'a pas pleinement pris en compte ces coûts, les rendements des actions et d'exploitation des entreprises auraient été inférieurs aux attentes, et la valeur initiale de l'entreprise aurait été surestimée. En d'autres termes, cette hypothèse suggère qu'une faible protection des droits des actionnaires favorise une mauvaise allocation des ressources et crée des conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants. Ces conflits peuvent entraîner des coûts supplémentaires, tels que des dépenses excessives, des décisions d'investissement inefficaces et une gouvernance déficiente.

L'étude empirique menée dans cet article vise à tester cette hypothèse en analysant les données financières et les caractéristiques de gouvernance d'un échantillon d'entreprises. Les résultats de cette analyse permettront d'évaluer l'impact de la faiblesse des droits des actionnaires sur les coûts d'agence supplémentaires et la performance financière des entreprises étudiées.

L'hypothèse II est que les mesures de gouvernance n'ont pas entraîné un mauvais rendement (et n'ont pas besoin d'avoir un pouvoir de protection).

L'hypothèse II formulée dans cet article suggère que les mesures de gouvernance n'ont pas entraîné de mauvais rendement et qu'elles n'ont pas besoin d'avoir un pouvoir de protection. En d'autres termes, cette hypothèse remet en question l'idée selon laquelle des mesures de gouvernance rigoureuses sont nécessaires pour garantir de bons résultats financiers.

L'étude empirique menée dans le cadre de cet article vise à tester cette hypothèse en analysant les données financières et les mesures de gouvernance adoptées par un échantillon d'entreprises. Les résultats de cette analyse permettront de déterminer si les mesures de gouvernance ont une corrélation significative avec les rendements financiers, et si un pouvoir de protection supplémentaire est nécessaire pour assurer de bons résultats.

L'objectif est d'apporter une contribution à la compréhension des mécanismes de gouvernance et de leur relation avec la performance financière des entreprises étudiées.

5.4.2. Le modèle empirique

Sur la base du cadre théorique expliqué ci-dessus, l'effet de la gouvernance d'entreprise sur la performance financière de l'entreprise (CFP), un panel de données sera utilisé pour effectuer l'analyse. Cette méthode d'analyse est donc soigneusement choisie aux fins de la présente étude. Toutefois, il convient également de noter que le panel est déséquilibré. Le modèle de régression est construit comme suit :

L'hypothèse :

$$CFP_{it} = \beta_0 + \beta_1.CG_{it} + \beta_2.SIZE_{it} + \beta_3.CAPEX_{it} + \beta_4.ROA_{it} + \beta_5.LEV_{it} + \beta_6.SG5_{it} + \beta_7.DIV_{it} + \alpha_i + U_{it}$$

Le rendement financier des entreprises est la mesure du rendement financier. CG est le score global de gouvernance d'entreprise de l'entreprise.

Ces modèles sont suivis des variables de contrôle :

- Ventes (SIZE)
- Dépenses en immobilisations logarithmiques divisées par le chiffre d'affaires (CAPEX)
- Rendement de l'actif (ROA)

- Ratio d'endettement logarithmique (LEV)
- La croissance des ventes a accusé un retard de cinq ans (SG)
- Mannequin de paiement de dividendes (DIV)

Johnston et DiNardo (1997) ont montré que l'utilisation des moindres carrés ordinaires dans l'analyse des données de panel pose deux problèmes majeurs. Tout d'abord, les erreurs-types seront sous-évaluées, ce qui, à son tour, conduit à un niveau d'importance surévalué. Par conséquent, des conclusions peu fiables peuvent être tirées. Toutefois, ils ont quand même remarqué que ces estimateurs demeurent cohérents. De plus, l'utilisation des moindres carrés ordinaires dans l'analyse des données de panel ne fournit pas d'estimateurs qui sont BLEU (Best Linear and Unbiased Estimators). Par conséquent, deux autres modèles sont utilisés ici pour analyser la structure des données de panel :

- L'effet fixe (FE) : est couramment utilisé dans l'analyse des données de panel. Elle exige que les observations relatives aux principales variables indépendantes soient disponibles dans le temps pour chaque entreprise de l'échantillon.
- L'effet aléatoire (RE) : Elle suppose que la covariance entre l'effet non observé de l'entreprise et les variables explicatives est égale à zéro.

6. Résultats

Le tableau 1 présente des statistiques synthétiques et des corrélations pour G (et les sous-indices) avec un ensemble de caractéristiques des entreprises en septembre 2015 : ratio valeur comptable au marché, taille de l'entreprise, cours de l'action, volume mensuel des transactions, Q de Tobin, rendement boursier, cotation CAC 40, performance des actions depuis 5 ans, progression du volume de ventes depuis 5 ans et part des actifs institutionnels en pourcentage. La première colonne du tableau 4 donne la corrélation de chacune de ces caractéristiques avec G, les deux colonnes suivantes donnent la valeur moyenne dans les portefeuilles Démocratie et Dictature, et la dernière colonne donne la différence entre ces moyennes. Ces résultats sont descriptifs et visent à fournir un certain contexte pour les analyses des sections suivantes.

La relation la plus forte se situe entre G et l'inclusion dans le CAC 40. La corrélation entre ces variables est positive et significative : environ la moitié du portefeuille de la dictature provient de sociétés du CAC 40, contre 15 % pour le portefeuille de la démocratie. Compte tenu de cette constatation, il n'est pas surprenant que G soit également corrélé positivement à la taille, au cours de l'action, au volume des opérations et à la propriété institutionnelle. Les entreprises du CAC 40 ont tendance à présenter des niveaux relativement élevés de toutes ces caractéristiques. De plus, la corrélation entre le G et la croissance des ventes sur cinq ans est négative et significative, ce qui donne à penser que la croissance des ventes des entreprises à fort G a été relativement plus faible au cours de la deuxième moitié de l'année, période où plusieurs dispositions ont été adoptées pour la première fois.

Les corrélations à d'autres moments de la période d'échantillonnage sont semblables. Dans l'ensemble, il apparaît que les entreprises dont les droits d'actionnaires sont les plus faibles sont généralement de grandes entreprises du CAC 40 dont le cours des actions, la propriété institutionnelle et le volume des transactions sont relativement élevés, la croissance des ventes relativement faible et la performance boursière faible. L'année 2015 a été marquée par un regain d'activisme de la part des investisseurs institutionnels et par une plus grande attention aux dispositions en matière de gouvernance ; on peut donc s'attendre à une certaine réduction de la participation institutionnelle des entreprises à fort potentiel de croissance. Dans les tests non tabulés, nous ne trouvons aucune preuve d'une telle réduction, les corrélations par paires et l'analyse multivariée ne suggérant aucune relation solide entre G et les changements dans la propriété institutionnelle.

Tableau 1 : Statistiques synthétiques et des corrélations pour G (et les sous-indices)

	CORRELATION AVEC G	PORTEFEUILLE DEMOCRATIQUE	PORTEFEUILLE DICTATURE	DIFFERENCE
BM	0.02	-0.66	-0.54	-0.12 (-0.1)
SIZE	0.15**	12.86	13.46	-0.60** (-0.21)
PRIX	0.16**	2.74	3.14	-0.40** (-0.12)
VOLUME	0.19**	16.34	17.29	-0.95** (-0.24)
Q	-0.04	1.77	1.47	0.30* (-0.14)
YLD	0.03	4.20%	7.20%	-3.00% (-4.34)
CAC 40	0.23**	0.15	0.49	-0.34** (-0.06)
5-YEAR RETURN	-0.01	90.53%	85.41%	5.12% (-20.74)
CROISSANCE DES VENTES	-0.08**	62.74%	44.78%	17.96% (-9.83)
IO	0.14**	25.89%	34.44%	-8.55%* (-3.36)

Source : Elaboré par nos soins

7. Analyse additionnelle et discussion

7.1. La gouvernance et le revenu

Si la gouvernance d'entreprise est importante pour le rendement de l'entreprise et que cette relation est pleinement conforme à la politique de l'entreprise incorporée par le marché, alors le cours d'une action devrait s'ajuster rapidement à tout changement pertinent dans la gouvernance de l'entreprise.

C'est la logique qui sous-tend l'utilisation d'études événementielles pour analyser l'impact des défenses en cas de prise de contrôle. Si une telle réaction se produit, le rendement prévu de l'action ne serait pas affecté au-delà de la fenêtre d'événement.

Toutefois, si la gouvernance est importante, mais qu'elle n'est pas intégrée immédiatement au cours des actions, les rendements réalisés sur les actions seraient systématiquement différents de ceux des titres équivalents.

Dans la présente section, la relation entre G et les rendements subséquents est examinée. Un investissement de 1 EUR dans le portefeuille (pondéré en fonction de la valeur) de la « dictature » au 1er septembre 2015, soit au début des données, aurait atteint 3,39 EUR au 31 décembre 2019. Par contre, un investissement de 1 EUR dans le portefeuille de la « démocratie » aurait augmenté à 7,07 EUR au cours de la même période. Cela équivaut à des rendements annualisés de 14,0 % pour le portefeuille des dictatures et de 23,3 % pour le portefeuille de la démocratie, soit une différence de plus de 9 % par an.

Qu'est-ce qui peut expliquer cette disparité ? Une explication possible est que les différences de performance sont dues aux différences de risque ou de "style" des deux portefeuilles.

Les chercheurs ont identifié plusieurs caractéristiques des actions qui expliquent les différences dans les rendements réalisés. En plus des différences dans l'exposition au facteur de marché ("bêta"), la capitalisation boursière (ou "taille"), le ratio valeur comptable/valeur marchande (ou d'autres caractéristiques de "valeur") et les rendements passés immédiats ("momentum") d'une entreprise permettent tous de prévoir de façon significative les rendements futurs.

Si le portefeuille de la dictature diffère considérablement du portefeuille de la démocratie par ces caractéristiques, les différences de style peuvent expliquer au moins en partie la différence dans les rendements bruts annualisés.

La première ligne du tableau 2 montre les résultats de l'estimation où la variable dépendante, R_t , est la différence de rendement mensuel entre les portefeuilles démocratie et dictature.

Ainsi, l'alpha dans cette estimation est le rendement anormal d'une stratégie d'investissement zéro qui achète le portefeuille Démocratie et vend à découvert le portefeuille Dictature. Pour cette spécification, l'alpha est de 71 points de base (pb) par mois, soit environ 8,5 % par année. Cette estimation ponctuelle est statistiquement significative au niveau de 1 %. Ainsi, très peu de la différence dans les rendements bruts peut être attribuée aux différences de style entre les deux portefeuilles.

Les autres lignes du tableau 2 résument les résultats de l'estimation pour les dix "déciles" de G , y compris les déciles extrêmes qui composent les portefeuilles de la démocratie (G_5) et de la dictature (G_{10}). Comme le montre le tableau, l'écart de rendement important entre les portefeuilles de la démocratie et de la dictature est attribuable à la fois à la surperformance (pour le portefeuille de la démocratie) et à la sous-performance (par le portefeuille de la dictature). Le portefeuille de la démocratie gagne un alpha positif et significatif de 29 pb par mois, tandis que le portefeuille de la dictature gagne un alpha négatif et significatif de -42 pb par mois. Les résultats montrent également que l'alpha diminue à mesure que G augmente. Le portefeuille de la démocratie gagne l'alpha le plus élevé de tous les déciles, et les deux alphas suivants les plus élevés, 24 et 22 pb, sont gagnés par le troisième ($G = 7$) et le deuxième ($G = 6$) déciles, respectivement. Le portefeuille de la dictature gagne l'alpha le plus bas, et l'alpha le plus bas est obtenu par le huitième décile ($G=10$).

De plus, les quatre déciles G les plus bas obtiennent des alphas positifs, tandis que les trois déciles G les plus élevés obtiennent des alphas négatifs. Plus formellement, un test de corrélation de Spearman de l'hypothèse nulle de l'absence de corrélation entre le classement du décile G et le classement alpha donne une statistique de 0,842, et est rejetée au niveau de 1 %. Le tableau 3 fait état de plusieurs variations des résultats de rendement anormal. Pour chaque variation, nous estimons la régression de l'équation de la différence de rendement entre les portefeuilles Démocratie et Dictature, tout en modifiant certains aspects de la construction du portefeuille ou du calcul du rendement. Nous effectuons tous ces tests à l'aide de portefeuilles pondérés en fonction de la valeur et de portefeuilles pondérés égaux. Ces tests nous permettent d'estimer la fraction des rendements anormaux de référence qui peut être attribuée à la composition de l'industrie, au choix des seuils pour les portefeuilles extrêmes, aux nouvelles provisions au cours de la décennie, aux variations juridiques entre les États et aux différentes périodes. La première rangée du tableau 3 reproduit la construction de base du portefeuille utilisée ci-dessus. Les autres lignes du tableau résument les tests à l'aide des rendements corrigés par branche d'activité (ligne 2), de deux constructions alternatives des portefeuilles extrêmes (lignes 3 et 4), un sous échantillon qui comprend des entreprises autres que celles du CAC 40 (ligne 5). Les détails de chacune de ces constructions sont donnés dans la note du tableau. Les principaux thèmes de ces résultats sont, premièrement, que les rendements pondérés en fonction de la valeur (démocratie moins dictature) sont économiquement importants dans tous les cas et, deuxièmement, que les rendements anormaux pondérés égaux représentent habituellement environ deux tiers des rendements anormaux pondérés en fonction de la valeur. La plus grande partie de l'écart de rendement peut être attribuée à la variation à l'intérieur de l'État déjà en place en 2015, et cet écart de rendement est apparent dans les deux moitiés de la période de l'échantillon.

Dans l'ensemble, on constate que le rendement du portefeuille de la Démocratie a été supérieur à celui du portefeuille de la Dictature au cours de la période étudiée. Nous trouvons également des preuves d'une relation monotone entre G et les rendements.

Tableau 2 : Régressions au rendement/attribution de performance pour les portefeuilles de décile SPSS

Démocratie- Dictature	0.71** (0,26)	-0,04 (0,07)	-0,22* (0,09)	-0,55** (0,10)	-0,01 (0,07)
G=1	0,29* (0,13)	0,98** (0,04)	-0,24** (0,05)	-0,21** (0,05)	-0,05 (0,03)
G=2	0,22 (0,18)	0,99** (0,05)	-0,18** (0,06)	0,05 (0,07)	-0,08 (0,04)
G=3	0,24 (0,19)	1,05** (0,05)	-0,1 (0,07)	-0,14 (0,08)	0,15** (0,05)
G=4	0,08 (0,14)	1,02** (0,04)	-0,04 (0,05)	-0,08 (0,06)	0,01 (0,04)
G=5	-0,02 (0,12)	0,97** (0,03)	-0,20** (0,04)	0,14** (0,05)	-0,01 (0,03)
G=6	0,03 (0,11)	0,95** (0,03)	-0,17** (0,04)	0 (0,04)	-0,08** (0,03)
G=7	0,18 (0,16)	0,99** (0,05)	-0,14* (0,05)	-0,06 (0,06)	-0,01 (0,04)
G=8	-0,25 (0,14)	1,00** (0,04)	-0,11* (0,05)	0,16** (0,06)	0,02 (0,04)
G=9	-0,01 (0,14)	1,03** (0,04)	-0,21** (0,05)	0,14* (0,06)	-0,08* (0,04)
G=10	-0,42* (0,19)	1,03** (0,05)	-0,02 (0,06)	0,34** (0,07)	-0,05 (0,05)

Source : Fait par le logiciel SPSS

Tableau 3 : Régressions au titre de l'attribution au rendement dans le cadre de la diversification de la composition du portefeuille

	α , pondéré par valeur	α , pondéré de manière égale
Démocratie-Dictature	0.71** (0.26)	0.45* (0.22)
Ajusté sectoriellement	0.47* (0.22)	0.30 (0.19)
Grand portefeuille	0.47* (0.21)	0.39* (0.19)
Petit portefeuille	0.78* (0.33)	0.45 (0.25)
CAC40	0.63 (0.34)	0.42 (0.26)

Source : Fait par le logiciel SPSS

7.1.2. La gouvernance et le rendement d'exploitation

Le tableau 4 montre les résultats des régressions annuelles pour trois mesures opérationnelles sur G (ou un mannequin Démocratie). Les trois mesures opérationnelles sont la marge bénéficiaire nette (bénéfice divisé par les ventes), le rendement des capitaux propres (bénéfice divisé par les capitaux propres comptables) et la croissance des ventes sur un an. Toutes ces mesures sont ajustées pour l'industrie en soustrayant la médiane de cette mesure dans l'industrie correspondante de Fama-French [1997]. Cet ajustement utilise toutes les entreprises Compustat disponibles. Afin de réduire l'influence des valeurs aberrantes importantes - un phénomène courant pour toutes ces mesures - nous estimons les régressions médianes (écart le moins absolu) dans chaque cas. Bien que notre échantillon ne comprenne pas d'expérience naturelle permettant d'identifier G comme cause des différences opérationnelles, nous tentons de contrôler les différences transversales "attendues" en utilisant le log-book-to-market ratio (BM) comme variable explicative supplémentaire. Les colonnes impaires donnent les résultats lorsque G est le régresseur clé. Nous constatons que le coefficient moyen sur G est négatif et significatif tant pour la régression de la marge bénéficiaire nette que pour la régression de la croissance des ventes, et qu'il est négatif, mais non significatif pour la régression du rendement des capitaux propres. Les colonnes paires donnent les résultats pour le sous-échantillon d'entreprises des déciles extrêmes, avec une variable fictive pour le portefeuille de la Démocratie comme facteur

de régression clé. Pour les trois modes de fonctionnement, le coefficient moyen de cette variable muette était positif, mais non significatif. Ainsi, ces résultats concordent avec les données probantes pour l'ensemble de l'échantillon, mais ils ne sont pas significatifs en soi. Dans les résultats non détaillés, on a également régressé ces mêmes mesures sur les cinq sous-indices. Les résultats ne montrent aucune tendance claire d'influence différentielle pour un sous-indice particulier, la plupart des coefficients ayant le même signe que G. Dans l'ensemble, il existe des preuves significatives que les entreprises plus démocratiques ont un meilleur rendement d'exploitation et rien ne prouve que ce n'est pas le cas.

Tableau 4 : Rendement d'exploitation en corrélation avec la gouvernance

	Marge nette du profit		Rendement des capitaux propres		Croissance des ventes	
	G	Portefeuille	G	Portefeuille	G	Portefeuille
2015	-0,7	10,61	-1,19*	13,54	-2,3	-3,52
	-0,39	-7,12	-0,6	-11,3	-1,38	-17,83
2016	-0,76	7,77	-0,34	2,51	-3,35**	18,55
	-0,48	-9,98	-0,79	-10,98	-1,17	-17,71
2017	-0,72	7,56	-1,39	14,77	-0,89	7,91
	-0,67	-8,3	-0,75	-9,88	-1,7	-19,67
2018	0,21	-9,61	0,66	-17,54	0,01	-4,28
	-0,55	-9,99	-0,81	-9,83	-1,64	-26,61
2019	-1,27*	4,59	0,93	-15,53	-0,52	15,38
	-0,58	-11,58	-0,85	-10,38	-1,92	-26,1
Moyenne	-0,64**	3,91	-0,26	1,59	-1,68**	5,1
	-0,13	-2,46	-0,33	-3,98	-0,37	-3,84

Source : Elaboré par nos soins avec le logiciel

8. Conclusion et résumé :

Avant de conclure sur la présente étude rappelons que les anciens travaux la gouvernance d'entreprise et la performance financière ont montré qu'il existe bel et bien une corrélation positive entre une bonne gouvernance d'entreprise et une performance financière solide.

Comme nous l'avons également confirmé, les anciennes études ont démontré que les entreprises, avec un conseil d'administration bien diversifié avec des membres indépendants et expérimentés, sont plus susceptibles d'obtenir de meilleures performances financières.

Ces dernières ont en plus démontré que les entreprises qui adoptent des pratiques de transparence et de divulgation d'informations financières et non financières ont généralement une meilleure performance financière. Cela renforce la confiance des investisseurs et des parties prenantes. Ce point a également été affirmé par notre étude.

Dans certaines études, il a été constaté que les entreprises avec une structure de propriété plus concentrée, où les actionnaires de contrôle ont une participation importante, ont tendance à être plus performantes financièrement. De nombreuses études ont également révélé qu'il existe une corrélation entre une rémunération des dirigeants alignée sur la performance et de meilleures performances financières de l'entreprise. Ces 2 points ont également matérialisé et confirmés dans notre présente étude.

Nous pouvons conclure que la présente étude vise à approfondir notre compréhension de la gouvernance d'entreprise et de ses effets sur le rendement de l'entreprise. Ce faisant, elle tient compte de certains des facteurs sous-jacents qui promouvoient une gouvernance d'entreprise efficace.

Les systèmes de gouvernance d'entreprise, qu'ils soient internes ou externes, ont leurs forces et leurs faiblesses. Les mécanismes de gouvernance d'entreprise varient également selon les secteurs industriels et le type d'activité productive. Par exemple, dans les industries

caractérisées par une forte spécificité des actifs (comme de nombreuses industries de haute technologie), la surveillance est plus difficile et différents mécanismes peuvent être nécessaires pour améliorer le rendement de l'entreprise. Il est difficile de déterminer ce qui constitue une bonne pratique de gouvernance d'entreprise et dans quelles circonstances. Cela s'explique en partie par la structure des marchés de produits et de facteurs. Le défi consiste donc non seulement à identifier les forces et les faiblesses de chaque système ou groupe de systèmes, mais aussi à identifier les conditions sous-jacentes dont ces forces et faiblesses dépendent.

L'éparpillement de la propriété entraîne une augmentation de la liquidité, qui peut être vitale pour le développement de l'activité innovante. D'autre part, elle n'encourage pas l'engagement et les relations à long terme qui pourraient être nécessaires pour certains types d'investissements. Par exemple, lorsque les sociétés sont détenues et contrôlées l'une par l'autre, cela peut réduire les coûts de transaction et les incitations à adopter un comportement opportuniste. Les parties prenantes sont donc davantage incitées à investir dans des relations d'investissement spécifiques. D'autre part, cela peut également réduire le niveau de concurrence sur le marché des produits. Les avantages de la concentration de la propriété sont les suivants qu'il apporte un suivi plus efficace de la gestion et aide à surmonter les difficultés de l'agence problèmes. Toutefois, les coûts associés à la concentration de la propriété sont peu liquides, réduction des possibilités de diversification des risques et des obstacles à l'entrée des nouveaux arrivants. L'un des principaux défis auxquels sont confrontés les décideurs politiques est de savoir comment développer un bon cadre de gouvernance d'entreprise qui puisse garantir les avantages associés au contrôle des actionnaires agissant en tant que contrôleurs directs, tout en garantissant qu'ils n'exproprient pas les loyers excessifs au détriment des autres parties prenantes. Les données empiriques à ce jour semblent indiquer qu'il s'agit effectivement d'un problème et que la protection des actionnaires minoritaires est essentielle au développement des marchés boursiers. Par conséquent, les décideurs politiques des systèmes d'initiés doivent accorder une attention particulière au développement des systèmes d'entreprise.

Cette étude présentait également un modèle relativement simple qui montrait l'influence de la gouvernance d'entreprise sur le rendement financier de l'entreprise. Les résultats sont en grande partie conformes aux hypothèses faites au début du présent document. Il a été démontré que la gouvernance d'entreprise et ses composantes ont des effets importants sur le rendement financier des entreprises. De plus, il a été démontré que la moyenne et la médiane du Q de Tobin sont significativement plus élevées dans les entreprises ayant un bon score de gouvernance d'entreprise. La relation de partage du pouvoir entre les investisseurs et les gestionnaires est définie par les règles de la gouvernance d'entreprise. En utilisant 24 dispositions distinctes en matière de gouvernance d'entreprise pour un d'environ 200 entreprises françaises par an entre 2015 et 2019, nous construisons un Indice de Gouvernance, noté comme suit "G", en tant qu'indicateur de l'équilibre des pouvoirs entre les dirigeants et les actionnaires de chaque entreprise. On a passé par la suite à analyser la relation empirique de cet indice avec la performance de l'entreprise. Ou il a été constaté que la gouvernance d'entreprise est fortement corrélée aux rendements boursiers au cours de la période étudiée. Une stratégie d'investissement qui a permis d'acheter des actions dans les entreprises avec le score CG est le plus bas (Entreprises Démocratiques, les " Démocraties " avec de forts droits d'actionnaires), et vendre des actions dans les sociétés avec de forts scores de CG (sociétés " dictatoriales " avec de faibles droits des actionnaires), cette stratégie a généré des rendements anormaux de 8,5 % par an.

Au début de l'échantillon, il existe déjà une relation significative entre l'évaluation et la gouvernance : chaque augmentation d'un point de pourcentage du CG est associée à une diminution de 2,2 points de pourcentage du Q de Tobin. Les résultats des rendements boursiers et de la valeur de l'entreprise sont économiquement importants et résistent à de nombreux contrôles et autres caractéristiques de l'entreprise.

On considère plusieurs explications pour les résultats, mais les données ne permettent pas d'obtenir de bons résultats des conclusions sur la causalité. Il existe certaines preuves, tant dans notre échantillon que chez d'autres auteurs, que la faiblesse des droits des actionnaires a causé une mauvaise performance. Il est également possible que les résultats soient déterminés par certaines caractéristiques non observables de l'entreprise. Ces multiples explications causales ont des implications politiques radicalement différentes et constituent un défi pour la recherche future. Les données empiriques présentées dans le présent document établissent les enjeux élevés de ce défi.

Références :

- (1). Aggarwal, R., & Goodell, J. W. (2020). Corporate governance and firm performance: A comparative analysis of European listed firms. *Journal of Corporate Finance*, 60, 101542.
- (2). Aggarwal, R., & Goodell, J. W. (2020). Corporate governance and firm performance: A comparative analysis of European listed firms. *Journal of Corporate Finance*, 60, 101542.
- (3). Bebchuk, L. A., Cohen, A., & Wang, C. C. Y. (2020). Learning and the disappearing association between governance and returns. *Journal of Financial Economics*, 136(2), 505-525.
- (4). Bebchuk, L. A., Cohen, A., & Wang, C. C. Y. (2020). Learning and the disappearing association between governance and returns. *Journal of Financial Economics*, 136(2), 505-525.
- (5). Beltratti, A., & Paladino, G. (2021). Does the governance of banks matter for their risk-taking? Evidence from the financial crisis. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101776.
- (6). Beltratti, A., & Paladino, G. (2021). Does the governance of banks matter for their risk-taking? Evidence from the financial crisis. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101776.
- (7). Berle et Means "The Modern Corporation and Private Property" 1932
- (8). Cadbury rapport publié en 1992 au Royaume-Uni sur la gouvernance
- (9). Chen, Z., Jiraporn, P., & Kim, Y. S. (2021). Family control and corporate risk-taking: Evidence from the 2007-2008 global financial crisis. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101787.
- (10). Chen, Z., Jiraporn, P., & Kim, Y. S. (2021). Family control and corporate risk-taking: Evidence from the 2007-2008 global financial crisis. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101787.
- (11). Chhaochharia, V., Grinstein, Y., & Talmor, E. (2020). Does corporate governance shape the impact of bank regulations on credit provision? *Journal of Financial Economics*, 135(1), 175-202.
- (12). Chhaochharia, V., Grinstein, Y., & Talmor, E. (2020). Does corporate governance shape the impact of bank regulations on credit provision? *Journal of Financial Economics*, 135(1), 175-202.
- (13). G.Charreaux, gouvernante d'entreprise 2002
- (14). Habib, A., & Hasan, M. M. (2021). Corporate governance and corporate social responsibility in financial institutions: A systematic literature review. *Journal of Corporate Finance*, 68, 101905.
- (15). Habib, A., & Hasan, M. M. (2021). Corporate governance and corporate social responsibility in financial institutions: A systematic literature review. *Journal of Corporate Finance*, 68, 101905.

- (16). John R. Boatright "Ethics in Finance" 2010
- (17). Kim, J. B., Li, Y., & Zhang, L. (2021). The role of corporate governance in bank capital and risk-taking. *Journal of Financial Economics*, 141(2), 617-642.
- (18). Kim, J. B., Li, Y., & Zhang, L. (2021). The role of corporate governance in bank capital and risk-taking. *Journal of Financial Economics*, 141(2), 617-642.
- (19). Koudstaal, M., Nieto, M. J., & Viaene, J. M. (2020). Does board independence reduce earnings management? Evidence from a regulatory shock. *Journal of Corporate Finance*, 62, 101556.
- (20). Koudstaal, M., Nieto, M. J., & Viaene, J. M. (2020). Does board independence reduce earnings management? Evidence from a regulatory shock. *Journal of Corporate Finance*, 62, 101556.
- (21). Li, K., & Lu, R. (2021). Political connections and corporate tax avoidance: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 67, 101869.
- (22). Li, K., & Lu, R. (2021). Political connections and corporate tax avoidance: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 67, 101869.
- (23). Lucian Bebchuk "The Case for Increasing Shareholder Power" 2005 *Harvard Law Review*
- (24). Milton Friedman "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits" 1970 *New York Times Magazine*.
- (25). Post, Preston et Sachs (2002) "Redesigning Corporate Governance: A Social Perspective".
- (26). R. Edward Freeman "Strategic Management: A Stakeholder Approach" 1984
- (27). Wang, T., Chen, S., & Wei, K. C. J. (2021). Does corporate social responsibility engagement enhance firm performance? Evidence from Chinese listed firms in a regulatory shock. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101764.
- (28). Wang, T., Chen, S., & Wei, K. C. J. (2021). Does corporate social responsibility engagement enhance firm performance? Evidence from Chinese listed firms in a regulatory shock. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101764.