



HAL
open science

**EFFETS DE LA STRUCTURE DE PROPRIETE SUR
LA PERFORMANCE COMPTABLE : ETUDE
EMPIRIQUE SUR LES ENTREPRISES
TUNISIENNES INDISTRUELLES NON COTEES**

Wiem Elmanaa Madani, Wafa Khlif

► **To cite this version:**

Wiem Elmanaa Madani, Wafa Khlif. EFFETS DE LA STRUCTURE DE PROPRIETE SUR LA PERFORMANCE COMPTABLE : ETUDE EMPIRIQUE SUR LES ENTREPRISES TUNISIENNES INDISTRUELLES NON COTEES. Comptabilité et Connaissances, May 2005, France. pp.CD-Rom. halshs-00581192

HAL Id: halshs-00581192

<https://shs.hal.science/halshs-00581192>

Submitted on 30 Mar 2011

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

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

EFFETS DE LA STRUCTURE DE PROPRIETE SUR LA PERFORMANCE COMPTABLE : ETUDE EMPIRIQUE SUR LES ENTREPRISES TUNISIENNES INDISTRUELLES NON COTEES

Wiem Elmanaa Madani

Doctorante

Faculté des Sciences Economiques et de Gestion de Sfax

Unité de Recherche en Gestion des Entreprises (URGE)

B.P.1088, Sfax 3018 – Tunisie

Tel: 216 97 58 93 40

wiem.elmanaa@laposte.net

Wafa Khlif

Maître de conférence

Institut Supérieur de Comptabilité et d'Administration des Entreprises

Laboratoire Interdisciplinaire de Gestion : Université-Entreprise (LIGUE)

W.Khlif@typic.com

Résumé

Cette recherche examine les effets de la structure de propriété sur la performance comptable d'un échantillon d'entreprises industrielles tunisiennes non cotées et observées entre 1999 et 2002. Dans cette étude, trois variables définissent la structure de propriété: la concentration du capital, la nature des actionnaires majoritaires et la propriété managériale. La performance des firmes est mesurée par le rendement sur les capitaux propres et le rendement sur actif.

Les résultats confirment qu'il n'existe pas de relation entre la concentration du capital et la performance. Par ailleurs, ils montrent que la relation supposée non linéaire entre la propriété managériale et la performance financière n'est pas confirmée pour le cas des entreprises de cette étude.

Mots clés : gouvernance d'entreprise, propriété managériale, concentration de la propriété, performance

Abstract

This study examines the effects of ownership structure on performance of Tunisian firms observed from 1999 to 2002. In this study, three variables define the ownership structure: controlling ownership, types of controlling ownership and managerial ownership. The firm performance is measured by the return on equity (ROE) and the return on assets (ROA).

The findings confirm that there is no existence of a relationship between controlling ownership and performance. The results show also the supposed non-linear relationship between managerial ownership and performance does not exist in the case of study's firms.

Key Words: corporate governance, managerial ownership, ownership concentration, performance.

Effets de la structure de propriété sur la performance comptable : étude empirique sur des entreprises tunisiennes industrielles non cotées.

Résumé

Cette recherche examine les effets de la structure de propriété sur la performance comptable d'un échantillon d'entreprises industrielles tunisiennes non cotées et observées entre 1999 et 2002. Dans cette étude, trois variables définissent la structure de propriété: la concentration du capital, la nature des actionnaires majoritaires et la propriété managériale. La performance des firmes est mesurée par le rendement sur les capitaux propres et le rendement sur actif.

Les résultats confirment qu'il n'existe pas de relation entre la concentration du capital et la performance. Par ailleurs, ils montrent que la relation supposée non linéaire entre la propriété managériale et la performance financière n'est pas confirmée pour le cas des entreprises de cette étude.

Mots clés : gouvernance d'entreprise, propriété managériale, concentration de la propriété, performance.

Abstract

This study examines the effects of ownership structure on performance of Tunisian firms observed from 1999 to 2002. In this study, three variables define the ownership structure: controlling ownership, types of controlling ownership and managerial ownership. The firm performance is measured by the return on equity (ROE) and the return on assets (ROA).

The findings confirm that there is no existence of a relationship between controlling ownership and performance. The results show also the supposed non-linear relationship between managerial ownership and performance does not exist in the case of study's firms.

Key Words: corporate governance, managerial ownership, ownership concentration, performance.

Introduction

Divers mécanismes de gouvernement d'entreprise sont proposés pour résoudre les problèmes de divergences des intérêts et réduire les coûts d'agence associés aux conflits. La structure de propriété en constitue une partie importante et pouvant affecter la valeur de la firme. Dans ce sens, les chercheurs s'interrogent sur l'existence d'une structure de propriété optimale pour une performance comptable recherchée. En d'autres termes, dans quelle mesure la structure de propriété a-t-elle un impact sur la performance des entreprises ?

Cette question a animé plusieurs recherches dans des contextes économiques variés. Plus précisément, elles ont tenté de mettre en exergue un lien clair et récurrent entre la performance des firmes et la propriété managériale d'un côté, et la concentration du capital de l'autre. Les résultats ne semblent pas converger vers une réponse positive forte. C'est dans ce prolongement que s'inscrit ce travail de recherche.

En étudiant la relation entre la concentration du capital et la performance comptable, certains travaux ont montré l'influence positive de la présence d'actionnaires majoritaires (Hill et Snell, 1988¹; Kaplan et Minton, 1994 ; Morck, Nakamura et Shivdasani, 2000² ; Leech et Leahy, 1991 ; Mudambi et Nicosia, 1998³ ; Gorton et Schmid, 2000 ; Lehmann et Weigand, 2000⁴). Alors que d'autres recherches ont conclu de l'absence de relation entre la concentration du capital et la performance (Demsetz et Lehn, 1985 ; Gadhoun et Zeghal, 2000).

Parallèlement, en examinant la relation entre la propriété managériale et la performance comptable, certaines études ont montré une linéarité de la relation (Holderness, Kroszner et Sheehan, 1990 ; Barnhart et Rosenstein, 1998). Alors que d'autres études ont avancé des résultats antinomiques, c'est à dire une relation non linéaire (Morck, Shleifer et Vishny, 1988 ; McConnell et Servaes, 1990).

La thèse de l'inexistence de relation statistique significative semble dominer la littérature anglo-saxonne. Par contre, si la relation est mise en exergue, elle est généralement non linéaire. Mais, l'utilisation de ces résultats hors du champ et des conditions d'émergences poserait la question de la légitimité de leur transfert et donc de leur généralisation. C'est dans ce cadre que nous tentons de mettre en évidence l'effet de la structure de propriété sur la performance financière pour le cas de l'entreprise tunisienne, c'est-à-dire en se plaçant dans un contexte socio-économique différent. Ce dernier se caractérise plus par un marché financier embryonnaire et une structure concentrée autour du promoteur de l'entreprise ou des membres de sa famille. Le financement (endettement) est assuré par un système bancaire, rigide certes, mais qui reste riche par sa diversité et ses fonds. A cet effet, Shabou (2002) montre que la

¹ pour le cas des entreprises américaines.

² pour le cas des entreprises japonaises.

³ pour le cas des entreprises britanniques.

⁴ pour le cas des entreprises allemandes.

structure de propriété, pour le cas des entreprises industrielles tunisiennes, est fortement concentrée et que cette concentration est attribuable au premier actionnaire détenant lui seul en moyenne 56 % des droits de vote.

Même si, dans une grande partie des cas tunisien, le propriétaire et le manager se confondent, le conflit d'agence demeure présent. Il concerne le propriétaire/manager d'un côté et l'Etat (administration fiscale et parafiscale) et le système bancaire d'un autre.

Ainsi, cette recherche développe deux hypothèses ; la première suppose qu'il n'existe aucune relation entre la concentration du capital et la performance (hypothèse de la neutralité). La deuxième se rapporte à la relation non linéaire entre la propriété managériale et la performance financière et prédit une relation de forme cubique.

Ce travail s'organise comme suit. En section 1, nous rappelons les relations existantes entre structure de propriété et performance. Nous présentons les hypothèses et les modèles de la recherche et les mesures des variables en section 2. Les données, les résultats et les interprétations sont présentés en section 3. Enfin la section 4 conclut l'article.

1. Effets de la structure de propriété sur la performance comptable : état de l'art

La structure de propriété peut être un moyen de contrôle efficace de la gestion des dirigeants. Elle permet de réunir, lorsque certaines conditions sont présentes (concentration du capital et nature des actionnaires), les bases d'un système de contrôle efficient, à savoir, une incitation des contrôleurs à remplir leur fonction, ainsi qu'un moindre coût du contrôle (Paquerot et Mtanios, 1999).

La relation entre propriété managériale et concentration du capital, d'un côté, et performance de l'entreprise, de l'autre est largement discutée dans la littérature. Pareillement, les résultats empiriques ne convergent pas sur l'existence et sur le sens de cette relation.

1.1 Propriété managériale et performance de l'entreprise

De nombreuses études empiriques ont cherché à mettre en évidence le lien existant entre la structure de propriété et la performance des firmes. Les résultats obtenus sont contradictoires. Certains travaux ont montré une linéarité de la relation alors que d'autres ont mis en évidence une relation non linéaire.

1.1.1 Propriété managériale et performance : relation peut-être linéaire

Jensen et Meckling (1976)⁵ pensent que plus la part du capital détenue par les dirigeants est importante plus les divergences d'intérêt entre les actionnaires et les dirigeants sont faibles. En effet, lorsque les intérêts des managers coïncident fermement avec ceux des actionnaires, les conflits et donc les problèmes d'agence sont réduits. Ces auteurs remarquent que la propriété managériale peut réduire la tendance des managers à profiter de leur position, à exproprier la richesse des actionnaires et à s'engager dans des décisions ne maximisant pas la valeur de la firme. D'où l'hypothèse de convergence des intérêts qui suggère que la valeur de la firme augmente si le pourcentage du capital détenu par des managers croît.

Barnhart et Rosenstein (1998) ont effectué une étude empirique sur la relation entre la composition du conseil d'administration, la détention d'actions par les dirigeants et la performance de l'entreprise. Ils ont trouvé que la détention d'actions par ces derniers permet d'améliorer la performance de l'entreprise. Pareillement, Bhagat, Carey et Elson (1999) ont étudié la relation entre la proportion du capital détenue les dirigeants et la performance. Ils ont aboutit à l'existence d'une relation positive entre la valeur des actions détenues et la performance de l'entreprise.

Cependant, Core, Holthausen et Larckers (1999) ont étudié la relation entre la gouvernance de l'entreprise, la rémunération du PDG et la performance comptable de l'entreprise. Ils ont conclu qu'une forte proportion d'administrateurs entraîne une hausse de la rémunération des

⁵ Jensen M.C., Meckling W.H., (1976), " Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol 3, pp 305-360.

dirigeants et une baisse de la performance. D'où une relation négative entre la détention des actions par les administrateurs et la performance. Ce résultat corrobore avec l'hypothèse de l'enracinement.

1.1.2 *Propriété managériale et performance: relation plutôt non linéaire*

Mork, Shleifer et Vishny⁶ (1988) montrent qu'il existe une relation non régulière entre le taux de participation du conseil d'administration, mesuré par le capital détenu par les dirigeants, et le Q de Tobin, en se référant à un échantillon de 371 firmes Fortunes 500 en 1980. Ces auteurs confirment que cette relation non linéaire provient de la coexistence de deux hypothèses contradictoires à savoir l'hypothèse de "la convergence des intérêts" et celle de "l'enracinement managérial". Ces dernières sont alternatives et apparaissent à des stades différents de l'évolution des managers dans l'entreprise.

Parallèlement, les résultats de McConnell et Servaes (1990, 1995) corroborent l'hypothèse selon laquelle la structure de propriété a une influence significative sur la valeur de la firme. Ces résultats confirment les conclusions de Morck, Shleifer et Vishny (1988) sur la non linéarité de la relation entre la valeur de la firme et le pourcentage du capital détenu par les membres du conseil d'administration. McConnell et Servaes montrent l'existence d'une relation curvilinéaire entre la part du capital détenu par les dirigeants et les administrateurs et le Q de Tobin. La valeur de celui-ci augmente puis diminue au fur et à mesure que le capital devient concentré dans les mains des managers.

Hermalin et Weisbach (1991) ont mené leur étude sur 142 firmes cotées en bourse de New York, pour évaluer l'effet de la propriété managériale et la composition du conseil d'administration sur Q de Tobin. Ces auteurs trouvent qu'il n'y a pas de relation entre la composition du conseil et la performance, mais qu'il en existe une significative mais non monotonique entre la propriété managériale et la performance.

Han et Suk (1998) avancent que la propriété managériale a une influence sur la rentabilité des entreprises américaines. Leur étude montre que l'effet de convergence des intérêts existe lorsque la détention managériale du capital est au dessous de 41.8%, alors l'effet de l'enracinement domine pour des pourcentages plus élevés. Short et Keasy (1999) examinent également la non linéarité de la relation entre la propriété managériale et la performance de la firme (basée sur le rendement des capitaux propres) pour le cas de Royaume Uni. L'étude adopte le modèle cubique (cubic model⁷) pour analyser cette relation. Avec ce modèle, les coefficients des variables de la propriété managériale (DIR , DIR^2 , DIR^3) peuvent déterminer

⁶ Mork R. et al., (1988), "Management Ownership and Market Valuation", *Journal of Financial Economics*, vol 20, pp 293-315.

⁷ Le modèle cubique utilisé dans l'étude de Short et Keasy est comme suit: $Performance = a + \beta_1 DIR + \beta_2 DIR^2 + \beta_3 DIR^3 + \gamma$ variables de contrôle. Les variables de contrôle incluent ventes, dettes, dépenses de recherche et de développement.

leurs points critiques (indiquant les points maximums et minimums). Ces auteurs suggèrent aussi que la performance est une fonction positive de la participation managériale entre 0% et 15.58%, fonction négative entre 15.58% et 41.84%, et au-delà de 41.84% la fonction est de nouveau positive.

Toutes ces études considèrent la propriété managériale comme une variable exogène. Himmelberg, Hubbard et Palia (1999) montrent que la propriété managériale est une variable endogène. Ces auteurs prolongent le travail de Demestz et Lehn en ajoutant des nouvelles variables pour expliquer la variation de la structure de propriété (telles que la taille de la firme, les dépenses de recherche et de développement, les frais de publicité, les taux d'investissement et les cash flows). Les résultats de leur régression soutiennent l'idée de l'existence d'une relation non linéaire entre la détention d'actions par les dirigeants et la performance de l'entreprise.

Holderness, Kroszner et Sheehan (1999) ont reproduit pour 1935 et 1995 les aspects centraux de l'étude de Morck et al. et celle de Demestz et Lehn. Comme dans le travail de Morck et al., ils trouvent une relation positive et significative entre la performance de la firme et la propriété managériale pour une fourchette de détention managériale entre 0% et 5% mais contrairement à Morck et al., ils ne trouvent pas de relation statistique au-delà de 5% de la participation managériale. Ces auteurs confirment aussi l'endogénéité de la propriété managériale. Cette dernière dépend négativement de la taille de la firme, la volatilité de la performance, la réglementation et de l'endettement.

Chen et Steiner (2000) appuient aussi l'endogénéité de la propriété des managers. Ils montrent que cette variable est expliquée en partie par la performance et que ces deux variables sont déterminées conjointement dans un système à équations simultanées et que la causalité entre elles existe dans les deux sens. La relation entre la performance et la propriété managériale est non linéaire et ceci, quel que soit le sens de causalité.

1.2 Concentration du capital et performance de l'entreprise

L'effet de la concentration du capital sur la performance de la firme est théoriquement complexe et empiriquement ambigu. En fait, de nombreuses études ont trouvé une influence positive de la présence d'actionnaires majoritaires sur la performance. Alors que d'autres travaux ont conclu qu'il n'existe pas de relation entre la concentration du capital et la performance.

1.2.1 *Concentration du capital et performance : une relation positive*

Berles et Means suggèrent l'existence d'une relation positive et linéaire entre la concentration du capital et la valeur de la firme. Dans ce contexte, les résultats de Shleifer et Vishny (1986) montrent l'importance du rôle joué par les gros actionnaires. Ces propositions théoriques insinuent une relation positive entre la concentration du capital et la performance. Par ailleurs, Hill et Snell (1988) montrent que la structure de propriété affecte la performance à travers les choix stratégiques. En fait, la concentration de la propriété encourage l'innovation et décourage la diversification.

De leur part, Agrawal et Mandelker (1990) supportent l'hypothèse proposée par Shleifer et Vishny (1986) que l'existence des gros actionnaires conduit à un meilleur monitoring des managers et une meilleure performance. Plus particulièrement lorsque la propriété est concentrée dans les mains des investisseurs institutionnels. Pour le cas de Japon, Kaplan et Minton (1994), Morck, Nakamura et Shivdasani (2000) confirment le rôle disciplinaire joué par les gros actionnaires.

Le système de gouvernement d'entreprise allemand est caractérisé par la présence des actionnaires importants. Ceci aboutit à une grande dépendance à la concentration du capital comme mécanisme d'alignement des intérêts et de contrôle des coûts d'agence dans les firmes allemandes. Gorton et Schmid (2000) corroborent cette prédiction empiriquement montrant que la valeur des firmes allemandes s'améliore lorsque la concentration de la propriété augmente. Récemment, Chen (2001) examine la relation entre la structure de propriété et la valeur de la firme dans le cas de la Chine. Les résultats montrent une forte relation positive entre une propriété concentrée et la valeur de l'entreprise (Q de Tobin). La relation positive entre la valeur de la firme et les actionnaires institutionnels a été également signalée.

De plus, Wiwattanakantung (2001) teste l'impact de la structure de propriété sur la performance des entreprises non financières cotées sur la bourse de Thaïlande. L'étude montre qu'il n'est pas évident de soutenir le fait que les actionnaires majoritaires extraient les actifs de l'entreprise pour leurs propres comptes aux dépens de la firme. Donc, les firmes dont l'actionnariat est concentré ont une rentabilité plus élevée que celle des firmes dont l'actionnariat est dispersée.

1.2.2 *Concentration du capital et performance : une absence de relation*

Holderness et Sheehan (1988) suggèrent qu'il n'y a pas de différence significative de performance entre les firmes à capital diffus et celles dont le capital est détenu par un actionnaire majoritaire. Mulari et Welch (1989) supportent que la performance des organisations fermées⁸ n'est pas différente de celle des organisations ouvertes⁹.

⁸ à faible diffusion de titres.

⁹ à forte diffusion de titres.

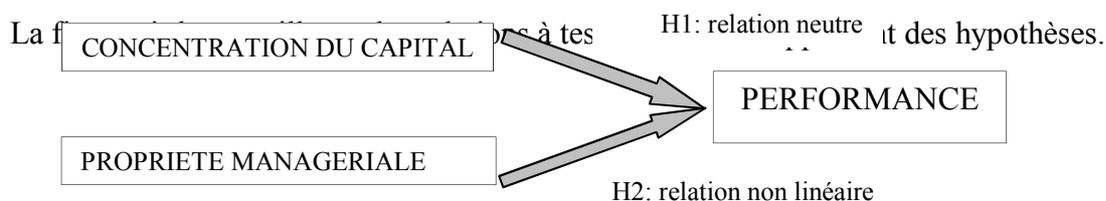
Demsetz et Lehn (1985) examinent l'influence de la présence des actionnaires majoritaires sur la performance. Ils classifient la propriété concentrée en trois groupes : tous les investisseurs, les investisseurs institutionnels et les actionnaires appartenant à la famille fondatrice. Les résultats montrent que la relation entre l'indice de concentration et le taux de rentabilité des capitaux propres n'est ni significative ni de signe prévu (positif). De leur côté, Gadhom et Zeghal (2000) ont conclu de l'existence d'une faible relation entre la concentration et la performance.

Demestz et Villalonga¹⁰ (2001) ont mené une étude de la relation entre la concentration de propriété et la performance mesurée par le Q de Tobin. Leur résultat appuie celui de Demsetz et Lehn. Plus récemment, Shabou (2003) examine l'impact de la concentration du capital sur la performance financière dans le cadre tunisien. Il conclut que la concentration du capital a une incidence non significative sur la performance. Néanmoins, des différences significatives apparaissent selon la nature du contrôle ; les sociétés contrôlées par les institutions financières sont moins performantes que les sociétés contrôlées par les individus¹¹.

2. Modèle et hypothèses de recherche

L'examen de la relation entre la structure de propriété et la valeur de l'entreprise tunisienne, est développé à travers deux hypothèses centrales. La première hypothèse avance qu'il n'existe aucune relation entre la concentration du capital et la performance (hypothèse de la neutralité). La deuxième hypothèse prédit une relation de forme cubique entre la propriété managériale et la performance de l'entreprise.

2.1 Modèle théorique et hypothèses de recherche



¹⁰ H. Demestz, B. Villalonga, (2001), "Ownership Structure and Corporate Performance", *Journal of Corporate Finance*, vol 7, pp 209-233.

¹¹ R.Shabou, (2003) " Nature des détenteurs de blocs de contrôle, mécanismes de contrôle et performance financière des entreprises tunisiennes ", *Gestion 2000*, n°6, pp. 1-6.

Figure 1: configuration du modèle à tester

A partir des études empiriques déjà présentées, les deux hypothèses examinées dans cette recherche décrivent les effets de la concentration du capital et de la propriété managériale sur la performance.

A l'instar Demsetz (1983), de Demsetz et Lehn (1985) ou de Holdrness et Sheehan (1988), la première hypothèse suppose qu'il n'existe aucune relation entre la concentration du capital et la performance :

Hypothèse 1: il n'existe pas de relation entre la concentration du capital et la performance.

La deuxième hypothèse est formulée à l'instar de Mork, Shleifer et Vishny (1988), de McConnell et Servaes (1990, 1995) ou encore de Short et Keasey (1999) qui montrent que la relation entre la propriété managériale et la performance est de nature non linéaire. D'où:

Hypothèse 2: il existe une relation non linéaire entre la propriété managériale et la performance.

Il s'agit à ce niveau de spécifier la forme économétrique appropriée à la relation entre la structure de propriété et la performance des firmes, nous permettant de tester nos hypothèses. Mais avant cela, la mesure des variables est mise en exergue.

2.2 Mesure des variables et modèles économétriques

La mesure de l'influence de la structure de propriété sur la performance, mesurée par les rendements comptables se fait selon deux modèles. Le premier concerne l'analyse de la relation structure de propriété (concentration du capital, nature du détenteur de bloc) et performance. Alors que le deuxième examine la non linéarité de la relation propriété managériale et la performance.

2.2.1 Mesures de la variable performance

La performance représente la variable à expliquer. On a choisi comme mesure de la performance les indicateurs comptables. Plus particulièrement le rendement sur actif (ROA) et le rendement sur capitaux propres (ROE).

Etant donné l'état embryonnaire du marché financier tunisien, nous avons délibérément choisi de travailler sur des entreprises non cotées. Ce choix nous dirige vers une population d'entreprise moins politisée¹², mais conditionne l'accès aux données.

¹² car la cotation boursière est un acte plus politique que financier.

ROE : ce ratio mesure l'efficacité avec laquelle l'entreprise utilise les fonds propres.

$$ROE = \text{Bénéfice net} / \text{Capitaux propres}$$

ROA : ce ratio mesure l'efficacité avec laquelle l'entreprise utilise ses actifs.

$$ROA = \text{Bénéfice net} / \text{Actif total}$$

2.2.2 Mesures des variables de la structure de propriété

Variable de la concentration du capital

CONK : la variable de concentration du capital est définie comme le pourcentage du capital, au moins 20% (selon La Porta et al., 1999), détenu par le plus gros actionnaire.

Variation de la nature des actionnaires majoritaires

Par nature des actionnaires majoritaires, nous entendons l'identité du détenteur du bloc de contrôle. Il est utile de connaître cette identité parce que l'influence de la détention de blocs d'action sur la performance peut différer d'un actionnaire dominant à un autre.

Cependant, il semble qu'il n'existe aucune règle précise pour la détermination du pourcentage des droits de vote nécessaire à l'établissement d'un bloc de contrôle.

BCF est une variable qui exprime la propriété concentrée entre les mains de la famille ou de l'individu. Elle est définie comme le pourcentage des actions détenues par l'individu ou les actionnaires familiaux. Elle donne la taille globale des détentions des membres de la famille.

BCET est une variable qui exprime la propriété concentrée entre les mains des entreprises domestiques (tunisiennes). Elle est définie comme le pourcentage des actions détenues par les entreprises domestiques.

BCIE est une variable qui exprime la propriété concentrée entre les mains des investisseurs étrangers. Elle est définie comme le pourcentage des actions détenues par les investisseurs étrangers.

INST est une variable qui mesure la taille globale des détentions des investisseurs institutionnels. Elle est définie comme le pourcentage des actions détenues par les investisseurs institutionnels.

Variable de la propriété managériale

DIR: La variable de la propriété managériale est définie comme le pourcentage des actions détenues par les membres du conseil d'administration.

En terme de non linéarité de la relation entre la propriété managériale et la performance de la firme, notre recherche emprunte le modèle de forme cubique de Short et Keasy (1999):

$$\text{Performance} = a + \beta_1 \text{DIR} + \beta_2 \text{DIR}^2 + \beta_3 \text{DIR}^3 + \gamma \text{ variables de contrôle.}$$

2.2.3 Mesure de la variable de contrôle

Afin de maîtriser d'autres déterminants possibles de la performance de la firme non détectés par les variables de la structure de propriété, nous incluons également les caractéristiques observées de la firme comme variables de contrôle. La variable de contrôle, utilisée dans cette étude, est choisie en référence à celle employée dans les études empiriques antérieures (Himmelberg, Hubbard et Palia, 1999).

TAIL: Taille de l'entreprise mesurée par le logarithme du chiffre d'affaires. Le chiffre d'affaires pourrait refléter la taille de l'entreprise.

Les modèles économétriques à estimer se présentent comme suit :

1) *structure de propriété et performance de la firme*

$$\text{PERF} = \beta_0 + \beta_1 \text{STPR} + \beta_2 \text{TAIL} + \varepsilon$$

Avec:

- PERF: performance de la firme mesurée par le ROA, ROE et la marge nette.
- STPR: structure de propriété mesurée en pourcentage de détention
 - du premier actionnaire (ConK)
 - des Bloc de Contrôle détenu par les membres de la famille (BCF)
 - des Bloc de Contrôle détenu par les Entreprises Tunisiennes (BCET)
 - des Bloc de Contrôle détenu par les Investisseurs Etrangers (BCIE)
 - des investisseurs institutionnels (INST)
 - des membres du conseil d'administration (DIR)
- TAIL: taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de chiffre d'affaire.
- $\beta_0, \beta_1, \beta_2$: constituent les paramètres inconnus du modèle.
- ε : terme résiduel standard.

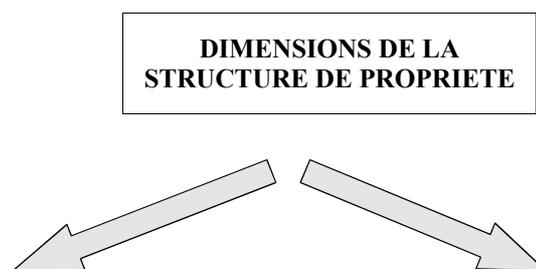
2) *relation non linéaire entre propriété managériale et performance de la firme*

$$\text{PERF} = \beta_0 + \beta_1 \text{DIR} + \beta_2 \text{DIR}^2 + \beta_3 \text{DIR}^3 + \beta_4 \text{TAIL} + \varepsilon$$

Les variables DIR, DIR² et DIR³, qui représentent le pourcentage des actions, le carré et le cube du pourcentage des actions détenu par les membres du conseil d'administration respectivement, sont utilisées pour capturer la relation non-linéaire entre la propriété managériale et la performance.

Pour être uniforme à la relation non linéaire proposée par les études antérieures, comme Short et Keasy (1999), les coefficients à estimer des variables DIR et DIR³ devraient être positifs, et celui de la variable DIR² devrait être négatif.

Les modèles à tester se configure comme suit :



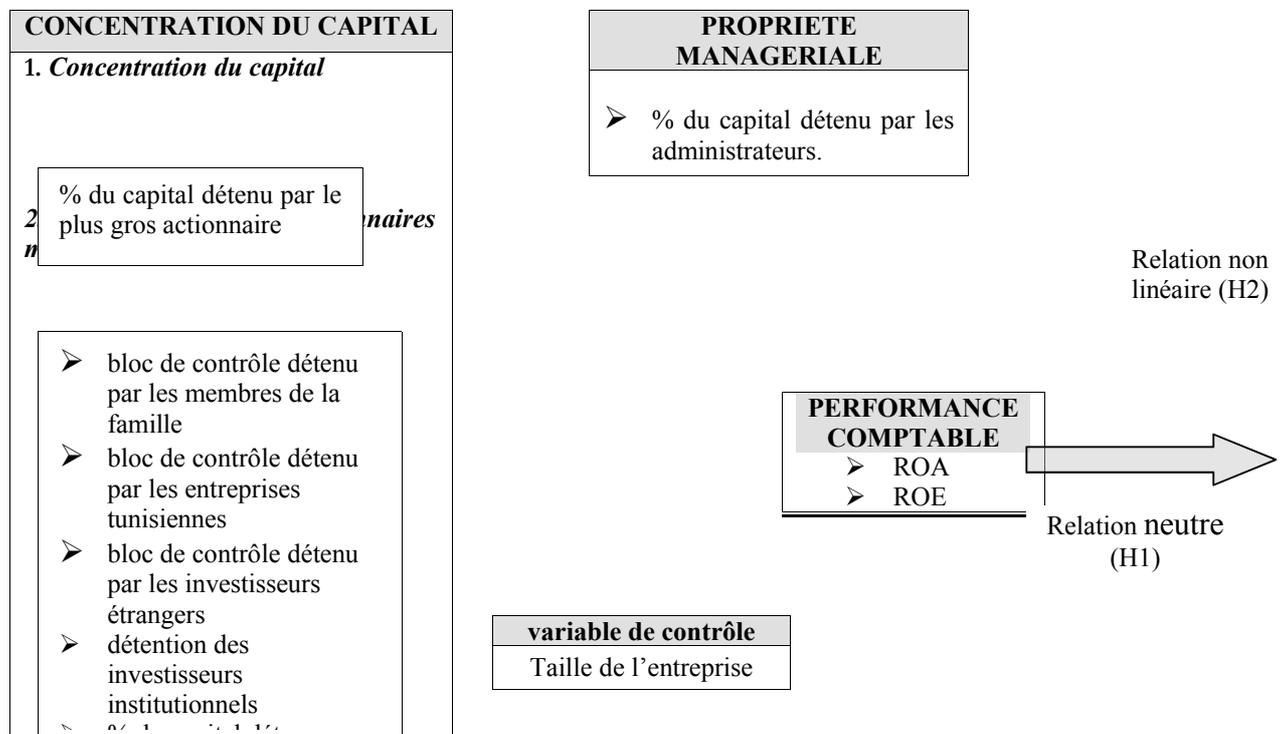


Figure 2 : test de la relation structure de propriété et performance comptable

3. Données, résultats et interprétations

3.1 Présentation de l'échantillon non aléatoire

La population est composée de 30 entreprises industrielles opérant dans divers secteurs d'activité (industrie agro-alimentaires, chimie, textile, etc.). Le choix de ces dernières est s'est concentré sur les régions de Tunis, de Sfax et de Gabès considérées comme les pôles économiques couvrant ainsi un grand nombre d'activités.

Afin de collecter l'information pertinente et adéquate, un questionnaire a été élaboré en fonction des hypothèses dégagées. Ce questionnaire est présenté aux responsables et aux experts comptables chargés des dossiers des entreprises contactées. Comme l'accès aux bilans et autres états financiers est difficile voire quelques fois interdits, le recours au questionnaire s'est imposé. Chaque questionnaire a été patiemment suivi et corrigé avec les répondants. Afin d'avoir le maximum de fiabilité des réponses, nous avons dû faire des recoupements d'information (deux répondant au moins dans un même entreprise).

Il est à signaler que nous avons collecté sur la période de 1999-2002 toutes les informations financières et comptables nécessaires à notre étude. Les informations relatives à la structure de

propriété datent de 2002. Nous faisons l'hypothèse que ces données sont stables pour toute la période d'étude allant de 1999-2002. En effet, en examinant les données sur la structure de l'actionnariat, nous n'observons pas de grands changements.

3.2 Statistiques descriptives

D'après le tableau 1, nous constatons que, en moyenne, le plus gros actionnaire détient 40,52% du capital, ce qui nous permet de confirmer que la structure de propriété pour cette population est concentrée. Nous remarquons que cette concentration se trouve entre les mains des familles qui détiennent en moyenne, 38,87% des actions votantes. Il est à remarquer que le taux de participation du conseil d'administration semble assez important, il est en moyenne de 60,20%.

Le tableau 1 montre que les entreprises sont, en moyenne, possédées par d'autres entreprises tunisiennes (24.20%), des investisseurs étrangers (10,46%) et des investisseurs institutionnels. Ces derniers ne détiennent qu'un faible pourcentage des actions (5%).

Tableau 1: Statistiques descriptives de la structure de propriété

Variable	N	Moyenne	Médiane	Ecart-type
CONK	30	,4052	,37	,2296
BCF	30	,3887	,34	,2740
BCET	30	,2420	,09	,3167
BCIE	30	,1046	-	,2297
INS	30	5,043E-02	-	,1124
DIR	30	,6020	,64	,2953

Structure de propriété mesurée en pourcentage de détention :

- CONK : du premier actionnaire
- BCF : des blocs de contrôle détenus par les membres de la famille
- BCET : des blocs de contrôle détenus par les Entreprises Tunisiennes
- BCIE : des blocs de contrôle détenus par les Investisseurs Etrangers
- INST : des investisseurs institutionnels
- DIR : des membres du conseil d'administration

Dans le tableau 2, nous trouvons les principales statistiques pour les deux mesures de performance qui montrent une moyenne de 3,9% pour le ROA et un écart-type de 4,45%. Cependant, le ROE présente une importante volatilité de 11.32.

Tableau 2 : Statistiques descriptives des mesures de la performance

Variable	N	Moyenne	Médiane	Ecart-type
ROA	30	3,9	3,43	4,4521

ROE	30	13,02	8,35	11,32
-----	----	-------	------	-------

ROA : rendement des actif, REO : rendement des capitaux propres

3.3 Résultats de l'analyse multivariée

Afin d'estimer les paramètres des modèles, nous avons retenu le logiciel économétrique TSP 4.3 (Trend Series Processor Version 4.3 sur MS DOS). Ce logiciel fonctionne en mode commande par opposition au mode menu. Il permet d'estimer une équation dans un contexte de panel.

3.3.1 Impact de la concentration du capital sur la performance

Dans la mesure où nous étudions l'impact de la structure de propriété sur la performance pour les années 1999-2002, des régressions de type panel ont été conduites. Donc, nous avons régressé la performance sur la concentration du capital, tout en contrôlant pour la taille des entreprises.

Tableau 3: Impact de la concentration du capital sur la performance comptable

Dans ce tableau, les colonnes (a) et (b) présentent les effets de la concentration du capital sur la performance comptable (ROE et ROA). La statistique t est présentée entre parenthèse.

* significatif au seuil de 10%
 ** significatif au seuil de 5%
 *** significatif au seuil de 1%

Le tableau 2, les colonnes (a) et (b), présente les effets de la concentration du capital sur les rendements

Variables indépendantes	Variables dépendantes	
	ROA (a)	ROE (b)
CONK	0.546456 (0.177782)	6.48621 (0.64058)
TAIL	1.1912*** (2.34666)	2.48625 (1.46794)
Constante	-6.52146 (-1.38675)	-12.8117 (-0.818972)
R ² ajusté	0.617418	0.547230

comptables. Les résultats montrent que les coefficients de la variable CONK sont positifs mais non significatifs. Donc, on peut conclure qu'il n'existe pas de relation entre la concentration du capital et la performance. Ce résultat est en accord avec le travail de Shabou (2002).

En outre, les résultats montrent que la taille (TAIL), mesurée par le logarithme du total de l'actif, a un impact positif et significatif sur le rendement sur actif. La significativité disparaît avec le rendement sur les capitaux propres.

A la lumière de ces résultats, nous pouvons confirmer l'hypothèse (H1) selon laquelle la concentration du capital n'a pas d'effet significatif sur la performance. Ceci est consistant

avec la thèse de la neutralité soutenue par Demsetz et Lehn (1985), de Holdrness et Sheehan (1988) et de Himmerlberg, Hubbard et Palia (1999). Ces auteurs ont expliqué cette relation par des facteurs hétérogènes dans l'environnement de l'entreprise. En effet, la performance des firmes est essentiellement contrainte par l'environnement et les conditions d'exploitation de l'entreprise. Donc, la détention du capital par les dirigeants constitue une réponse endogène du processus de maximisation du profit.

3.3.2 Impact de la nature des actionnaires majoritaires sur la performance

Le tableau 4 présente les résultats de la régression de type Panel de la performance sur la nature des actionnaires majoritaires. L'impact de ces catégories de structure sur la performance comptable est capté par les variables BCF, BCET, BCIE et INST.

Les résultats montrent que les coefficients de BCF sont positifs et significatifs par rapport aux ROA et ROE, à un degré de significativité de 10% et de 5% respectivement. Les résultats montrent également que les coefficients de BCET et BCIE ne sont pas associés significativement avec la performance mesurée par le ROA et ROE.

La variable INST est négative et non significative, elle n'a donc pas un impact sur la performance. Contrairement aux entreprises tunisiennes cotées, les investisseurs institutionnels ne sont pas impliqués dans le contrôle et la gestion (Omri, 2002).

Nous suggérons dans cette étude que la propriété familiale a une forte relation positive avec la performance de l'entreprise. Nous trouvons aussi que la détention du capital des autres entreprises tunisiennes, des investisseurs étrangers et des investisseurs institutionnels n'a pas d'effet sur la performance. Ces résultats corroborent avec ceux de DeAngelos et DeAngelos (1985) et Smith et Amoako (1999) suggérant que les entreprises contrôlées par les familles tendent plus à maximiser la performance car le contrôle dans les entreprises appartient, le plus souvent, à leurs familles. Egalement, les actionnaires familiaux ont un avantage d'information sur la performance comparativement aux autres types d'actionnaires à cause de leur étroite relation avec les dirigeants et les administrateurs.

Tableau 4: Impact de la nature des actionnaires majoritaires sur la performance comptable

La statistique t est présentée entre parenthèses.

Variables indépendantes	Variables dépendantes	
	ROA	ROE
TAIL	1.22446** (2.16170)	2.78178 (1.48324)
BCF	0.6407* (1.88442)	13.6204** (2.5591)
BCET	-0.699043 (-0.251226)	6.78146 (0.763312)
BCIE	-0.395050 (-0.110164)	2.47040 (0.215257)
INST	-2.40216 (-0.350087)	-4.67738 (-0.213013)
Constante	-6.49511 (-1.24691)	-19.6714 (-1.14781)
R ² ajusté	0.6031154	0.529876

* significatif au seuil de 10%

** significatif au seuil de 5%

*** significatif au seuil de 1%

3.3.3 Impact de la propriété managériale sur la performance

L'influence de la propriété managériale sur la performance est examinée. Elle est captée par la variable DIR qui représente le pourcentage du capital détenu par les membres du conseil d'administration. Le tableau 5 montre que la propriété managériale a un effet positif et significatif sur le ROA (au degré de significativité de 10%), mais non significatif sur le ROE. Ce résultat confirme la thèse de la convergence d'intérêts. Selon cette thèse, la valeur de la firme augmente avec la proportion du contrôle détenue par les gestionnaires. Ainsi, plus le pourcentage de capital détenu par les gestionnaires est important, plus l'écart par rapport à l'objectif traditionnel de maximisation de la valeur est faible. En effet, les dirigeants sont en majorité confondus aux actionnaires et donc sont moins enclins à utiliser les flux libres à des dépenses improductives.

Tableau 5: Impact de la propriété managériale sur la performance comptable

La statistique t est présentée entre parenthèse.

Variables indépendantes	Variables dépendantes	
	ROA	ROE
TAIL	1.20134** (2.38037)	2.23629 (1.33396)
DIR	1.28413* (1.640959)	7.46080 (0.971344)
Constante	-5.60584 (-1.24612)	-12.5371 (-0.841657)
R ² ajusté	0.617447	0.547196

* significatif au seuil de 10%

** significatif au seuil de 5%

*** significatif au seuil de 1%

3.3.4 Relation non linéaire entre la propriété managériale et la performance

Les variables DIR, DIR² et DIR³, qui représentent le pourcentage des actions, le carré et le cube du pourcentage des actions détenu par les membres du conseil d'administration, respectivement, sont utilisées pour capter la non linéarité de la relation entre la propriété managériale et la performance dans le cas tunisien. Pour être consistant avec la relation non linéaire proposée par les études antérieures, comme celle de Short et Keasy (1999), les coefficients d'estimation pour les variables DIR et DIR³ devraient être positifs, et celui de la variable DIR² devrait être négatif.

Le tableau 6 montre que les coefficients de DIR, DIR² et DIR³ sont, respectivement, de signe (positif, négatif, positif), comme cela a été prévu par la littérature. Les résultats du tableau 6 montrent que seulement le coefficient de DIR est positif et significatif au niveau de 10%.

Tableau 6: Relation non linéaire entre la propriété managériale et la performance comptable

La statistique t est présentée entre parenthèse.

Variables indépendantes	Variables dépendantes	
	ROA	ROE
TAIL	1.22383** (2.46144)	2.32524 (1.3742)
DIR	29.37* (1.55)	31.27 (0.4192)
DIR ²	-54 (-1.12)	-26.1735 (-0.1632)
DIR ³	27.1004 (0.9057)	4.82354 (0.048)
Constante	-9.95694	-17.6889 (-1.00401)
R ² ajusté	0.607882	0.535775

* significatif au seuil de 10%

** significatif au seuil de 5%

*** significatif au seuil de 1%

On peut conclure que la non linéarité de la relation entre la propriété managériale et la performance est non significative pour le cas de l'échantillon de l'étude. Ce qui est non consistant avec Himmelberg, Hubbard et Palia (1999) qui montrent que la propriété managériale est une variable endogène. Ces auteurs prolongent le travail de Demestz et Lehn en ajoutant des nouvelles variables pour expliquer la variation de la structure de propriété (telles que la taille de la firme, les dépenses de recherche et de développement, les frais de publicité, les taux d'investissement et les cash flows). Les résultats de leur régression corroborent l'idée de l'existence d'une relation non linéaire entre la propriété managériale et la performance de l'entreprise.

Conclusion

Cette recherche a pour objectif de tester la relation entre la structure de propriété et la performance dans le contexte tunisien. Plus précisément, nous avons examiné l'effet de la structure de la propriété (concentration de capital et propriété managériale) sur la performance comptable, mesurée par le rendement des capitaux propres (ROE) le rendement sur l'actif (ROA), pour une population de 30 entreprises tunisiennes industrielles non cotées sur la période 1999-2002.

En se basant sur l'analyse des régressions développées, les résultats se présentent comme suit : Premièrement, il n'a pas été relevé de relation entre la concentration du capital et la performance. Il s'ensuit que nous maintenons l'hypothèse de départ, selon laquelle la concentration de la propriété n'a aucun effet sur la performance. Ce résultat confirme la thèse de la neutralité soutenue par Demsetz (1983). Pour cet auteur toutes les structures de propriété sont équivalentes. Ce résultat va également dans le même sens que les conclusions de Shabou (2002).

Deuxièmement, Il existe une relation positive entre la propriété familiale et la performance comptable. Ces résultats corroborent ceux de DeAngelos et DeAngelos (1985) et Smith et Amoako (1999) suggérant que les entreprises contrôlées par les familles tendent plus à maximiser la performance car le contrôle dans les entreprises appartient, le plus souvent, à leurs familles. Il se trouve également que les actionnaires familiaux peuvent se confondre aux dirigeants et/ou aux administrateurs.

Troisièmement, les résultats montrent qu'il existe une relation positive et significative entre la propriété managériale et la performance mesurée par le ROA, mais non significative lorsque la performance est mesurée par le ROE. Ce qui est consistant avec Kesner (1987) qui montre que la proportion des actions détenue par les membres du conseil d'administration est positive et significative à la mesure de la performance : le ROA. Ce résultat confirme la thèse de la convergence d'intérêts.

Enfin, les analyses suggèrent que la relation supposée non linéaire entre la propriété managériale et la performance n'existe pas pour le cas de notre étude. Notre résultat confirme les études de Chang et Pruitt (1996), Barnhart et Rosenstein (1998) et Bhagat, Carey et Elson (1999) qui ont abouti à une relation linéaire positive entre la propriété managériale et la performance.

Cependant, ces résultats sont entachés de certaines limites. D'abord, l'hypothèse de la stabilité de la structure de propriété adoptée sur notre période d'étude pourrait avoir un effet sur les résultats. Même si aucun changement important n'a été repéré sur cette période de temps, l'utilisation de données relatives à la structure de propriété pourrait donner des résultats plus fiables. Ensuite, une deuxième limite réside dans les mesures retenues. Le pourcentage détenu par les administrateurs repris dans les réponses des responsables au questionnaire peut être

sensiblement différent de celui des droits de vote. Cet élément peut venir fausser les résultats de notre étude.

Références bibliographiques

- Agrawal A. et Mandelker G. (1990), "Large Shareholders and the Monitoring of Managers, the Case of Antitakeover Charter Amendments." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 25, n°2, pp. 143-167.
- Agrawal A. et Knoeber Ch.R. (1996), "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31/3, pp. 382.
- Barnhart S et Rosenstein S (1998), "Board Composition, Managerial Ownership and Firm Performance: An Empirical Analysis." *The Financial Review*, Vol 33, pp. 1-16.
- Bhagat S., Carey D. et Elson, C. (1998), "Director Ownership, Corporate Performance." *Management Turnover*. Working paper.
- Charreaux G. (1991), "Structure de propriété, relation d'agence et performances financières." *Revue Economique*, n°3, mai, pp. 521-552.
- Charreaux G. (1997), "Gouvernement de l'entreprise." Encyclopédie de comptabilité, Contrôle de Gestion et Audit, Economica, p. 1653.
- Charreaux G. (1997), *Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance, Théories et Faits*. Paris, Economica, ouvrage collectif,
- Chen J. (2001), "Ownership Structure as Corporate Governance Mechanism: Evidence from Chinese Listed Companies", *Economics of Planning*, 34, pp. 53-72.
- Chung K.H. et Pruitt St.W. (1996), "Executive ownership, Corporate Value, and Executive Compensation: a Unifying Framework." *Journal of Banking and Finance*, 20, pp. 1135-1159.
- Core J., Holthausen R. et Larcker D. (1999), "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance." *Journal of Financial Economics* 51, pp. 371-406.
- Daily C. et Dalton D. (1993), "Board of Directors Leadership and Structure: Control and Performance Implications." *Entrepreneurship Theory and Practice* 17, pp. 65-81.
- De Angelo H. et De Angelo L. (1985), "Managerial Ownership and Voting Rights: A study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock." *Journal of Financial Economics*, 14, pp. 33-69.
- Demsetz H. (1983), "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm." *Journal of Law and Economic*, vol1, 26 juin, pp. 357-390.
- Demsetz H. et Lehn K. (1985), "The structure of Corporate Ownership, Causes and Consequences." *Journal of Political Economy*, 93 (6) pp. 115-1177.
- Demsetz H. et Villalonga B. (2001), "Ownership Structure and Corporate Performance." *Journal of Corporate Finance*, vol 7, pp 209-233.
- Dormont B. (1989), *Introduction à l'économétrie des données de panel: théorie et applications à des échantillons d'entreprises*, Monographies d'économétrie, Editions du CNRS.
- Faccio M. et Lasfer M. (1999), "Managerial Ownership, Board Structure and Firm Value: the UK Evidence." SSRN Working Paper, 179008.
- Fama EF. (1980), "Agency Problems and the Theory of Firm." *Journal of Political Economy*, vol 88, avril, pp. 288-307.
- Fama EF. et Jensen M.C. (1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, vol 26, in Weir et al., pp. 301-349.
- Finkelstein S. et D'Aveni R. (1994), "CEO Duality as a Double-edged Sword: How Board of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command." *Academy of Management Journal* 37, pp. 1079-1108.
- Garton G. et Schmid A. (2000), "Universal Banking and the Performance of German Firms." *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 29-80.
- Han K. et Suk D. (1998), "The Effects of Ownership Structure on Firm Performance: Additional Evidence." *Review of Financial Economics*, 7, pp. 143-155.

- 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.
- Himmelberg C., Hubbard G. et Palia D. (1999), "Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance." *Journal of Financial Economics*, vol 53, pp. 353-384.
- Hill C. et Snell S. (1988), "External Control, Corporate Strategy, and Firm Performance in Research-Intensive Industries." *Strategic Management Journal*, 9, pp. 577-590.
- Hirigoyen G. et Caby J. (1997), *La création de Valeur de l'Entreprise*, Paris, Economica.
- Holderness C.G. et Sheehan D. (1988), "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis", *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 317-346.
- Holderness C.G., Kroszner R.S. et Sheehan D.P. (1999), "Were the Good Old Days that Good? Evolution of Managerial Stock Ownership and Corporate Governance since the Great Depression." *Journal of Finance*, vol 54, pp. 435-469.
- Jensen M.C. et Meckling W.H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*, Vol 3, pp. 305-360.
- Jensen M. (1990), "Les actionnaires doivent contrôler les gestionnaires." *Harvard-L'Expansion*, été, pp 60-72.
- Kaplan S. et Minton B. (1994), "Appointments of Outsiders of Japanese Boards. Determinants and Implications for Managers." *Journal of Financial Economics*, 23, pp. 225-258.
- Kesner I. (1987), "Directors' Stock Ownership and Organizational Performance: An Investigation of Fortune 500 Companies." *Journal of Management*, 13 (3), pp. 499-507.
- Laporta R., Lapoez-De-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (1998), "Law and Finance." *Journal of Political Economy*, 106, pp. 1113-1155.
- Laporta R., Lapoez-De-Silanes F. et Shleifer A. (1999), "Corporate Ownership around the World." *Journal of Finance*, 54, pp. 471-517.
- Laporta R., Lapoez-De-Silanes F. et Shleifer A. (2000), "Investor Protection and Corporate Valuation." *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 3-27.
- Leech D. et Leahy J. (1991), "Ownership Structure, Control Type Classifications and the performance of Large British companies." *The Economic Journal*, 101, pp. 1418-1437.
- Lehmann E. et Weigand J. (2000), "Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany." *European Finance Review*, pp 157-195.
- McConnell J et Servaes H. (1990), "Additional Evidence on Equity ownership and Corporate Value." *Journal of Financial Economics*, vol 27, pp. 595-612.
- McConnell J et Servaes H. (1995), "Equity and two Faces of Debt." *Journal of Financial Economics*, vol 39, pp. 131-157.
- Morck R., Shleifer A. et Vishny R.W. (1988), "Management Ownership and Market Valuation." *Journal of Financial Economics*, vol 20, pp. 293-315.
- Morck R., Nakamura M. et Shivdasani A. (2000), "Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan." *Journal of Business*, 73, pp. 539-567.
- Omri M.A. (2002), "Rôle des investisseurs institutionnels et performances des entreprises tunisiennes", Cahiers Africains d'Administration Publique, N°58.
- Paquerot M. (1997), "Stratégie d'enracinement des Dirigeants, Performance de la Firme et Structure de Contrôle." in le gouvernement d'Entreprise, Economica.
- Paquerot M. et Mtanios R. (1999), "Structure de propriété et sous-performance des firmes: une étude empirique sur le marché au comptant, le règlement mensuel et le second marché." *Finance Contrôle Stratégie*, Vol 2, n°4, décembre, pp. 157-159.
- Paquerot M. et Alexandre H. (2000), "Efficacité des Structure de Contrôle et Enracinement des Dirigeants." *Finance Contrôle Stratégie*, Vol 3, Juin, pp. 5-29.
- Ross S. (1977), "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach." *Bell Journal of Economics*, 8, pp. 23-40.
- Shabou R. (1997), "les interactions des décisions d'investissement et de financement: une approche empirique fondée sur la théorie de l'agence." Thèse de doctorat d'Etat, Faculté des Sciences Economiques et de Gestion, université de Tunis.

- Shabou R. (2003), "Nature des détenteurs de blocs de contrôle, mécanismes de contrôle et performance financière des entreprises tunisiennes.» *Gestion 2000*, n°6, pp 1-6.
- Shleifer A. et Vishny R. (1989), "Management Entrenchment: the Case of Managers Specific Investment." *Journal of Financial Economics*, vol. 25, pp. 123-139.
- Shleifer A. et Vishny R. (1997), "A Survey of Corporate Governance." *The Journal of Finance*, vol 52, pp. 737-783.
- Short H. et Keasy K. (1999), "Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from the UK." *Journal of Corporate Finance*, vol 5, pp. 79-101.
- Smith M.P. (1996), "Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CALPERS." *Journal of Finance*, vol. 51, n° 1, March, pp. 227-252.
- Smith B.F. et B. Amoako-Adu (1999,) "Management Succession and Financial Performance of Family Controlled Firms ", *Journal of Corporate Finance*, 5, pp 341-368.
- Wiwattanakantang Y. (2001), "Controlling Shareholders and Corporate Value: Evidence from Thailand." *Pacific-Basin Finance Journal*, 9(4), pp. 323-362.
- Wiwattanakantang Y. (2001), "The Equity Ownership Structure of Thai Firms." Working Paper Series, No 8, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University.
- Xu X. et Wong Y. (1999), "Ownership Structure and Corporate Governance in Chinese Stock Companies." *China Economic Review*, 10 (1), pp. 75-98.
- Yammeesri J. et C. Lodh S. (2002), "The Effects of Ownership Structure on Firm Performance: Evidence from Thailand." article for inclusion in the Hawaii International Conference on Business.
- Zhou X. (2001), "Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance: comment", *Journal of Financial Economics*, 62, pp. 564.