



Munich Personal RePEc Archive

The impact of the Board of directors on the financial performance of Tunisian companies.

Zied Bouaziz and Mohamed Triki

4. January 2012

Online at <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/38672/>

MPRA Paper No. 38672, posted 15. May 2012 14:09 UTC

L'impact du conseil d'administration sur la performance financière des entreprises Tunisiennes

Mohamed Triki
Professeur en science de gestion FSEG Sfax
Directeur de l'unité de recherche « gouvernance »

Zied Bouaziz
Doctorant en comptabilité
Assistant contractuel FSEG Sfax
membre de l'unité de recherche « gouvernance »
ziedbouazi@yahoo.fr

Résumé :

Le conseil d'administration joue un rôle prépondérant en tant que mécanisme interne de gouvernement d'entreprise. En effet, son efficacité est subordonnée à la présence de plusieurs facteurs dont les plus importants sont relatifs à ses caractéristiques qui se rapportent essentiellement sur l'indépendance de ses membres, la taille du conseil, le cumul des fonctions de décision et de contrôle ainsi que le degré d'indépendance du comité d'audit et la diversité genre du conseil.

Pour tester la validité de nos hypothèses, qui stipulent l'existence d'un certain déterminisme des caractéristiques du conseil d'administration sur la performance financière mesurée par trois différents ratios à savoir le ROA, le ROE et le Q de Tobin, nous avons développé trois modèles de régressions linéaires.

Notre validation empirique a été conduite sur un échantillon de 26 entreprises tunisiennes cotées sur la bourse des valeurs mobilières de Tunis (BVMT) sur une période qui s'étale sur 4 ans (2007-2010).

Les modèles estimés font apparaître des résultats satisfaisant montrant ainsi l'importance de l'impact des caractéristiques du conseil d'administration sur la performance financière des entreprises tunisiennes.

Mots clés : conseil d'administration- performance financière- la taille du conseil- le cumul des fonctions- diversité genre du conseil.

Introduction :

Au cours des dernières années, divers auteurs ont prévu que la protection des intérêts des actionnaires minoritaires surtout dans un contexte d'asymétrie d'information est une condition nécessaire au fonctionnement adéquat du marché financier (Labelle et al 2000) .

En effet, s'il existe divers mécanismes de contrôle qui sont capables de protéger les intérêts du public contre les abus et le pouvoir discrétionnaire des dirigeants dans les entreprises qui se caractérisés soit par un capital dilué ou un capital concentré, il est cependant admis que le conseil d'administration occupe une place privilégiée parmi l'ensemble de ces mécanismes (Fama et Jensen 1983 et Charreaux 1993).

Dans le même sillon , le conseil d'administration est considéré comme étant un moyen de contrôle interne qui joue un rôle important dans la procuration des ressources, la détermination des choix stratégique et dans la résolution des conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires ainsi que les différentes autres parties prenantes.

Le conseil d'administration, comme mécanisme interne de gouvernance, dispose d'une fonction principale relative à la réduction du pouvoir discrétionnaire des dirigeants et par la suite à gérer la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants ainsi que les différentes parties prenantes de l'entreprise. Sa composition doit, en conséquence, permettre une gestion efficace de cette relation.

En effet, un balayage sur les principales études portant sur le thème du conseil d'administration nous a permis d'identifier plusieurs indices associés à l'efficacité du contrôle exercé par ce mécanisme. Il s'agit principalement de l'indépendance des administrateurs siégeant le conseil ainsi que les différents comités du conseil, du cumul des rôles de chef de la direction et de président du conseil, de la taille du conseil d'administration conformément à l'étude de Zeghal et al (2006).

Afin de préciser et d'approfondir davantage le rôle du conseil au sein du système de gouvernance, les sections de cet étude seront consacrées à l'étude des principales caractéristiques du conseil d'administration et leurs impact sur la performance financière des entreprises tunisiennes. En effet, la première section traitera les principales études antérieures qui se rapportent à l'impact des caractéristiques du conseil d'administration sur la performance financière. La présentation de l'échantillon et définition des variables fait l'objet de la deuxième section. Finalement l'analyse des résultats seront exposés dans la troisième section.

Section 1 rappel des études antérieurs et hypothèses de recherche :

Si de nombreux mécanismes permettent de protéger les intérêts des actionnaires, il est communément admis que le conseil d'administration joue un rôle majeur pour veiller aux intérêts des investisseurs (Labelle et al 2000). En effet, le conseil d'administration joue un rôle important dans la procuration des ressources, la détermination des choix stratégiques et surtout dans la résolution des conflits d'intérêts entre les dirigeants et les différentes parties prenantes.

Par ailleurs un balayage sur les principales études portant sur le thème du conseil d'administration nous a permis d'identifier que les caractéristiques du conseil d'administration ont un impact sur la performance financière.

1.1 Indépendance des membres du conseil et performance financière :

Il s'agit de la caractéristique la plus importante du conseil d'administration permettant de refléter la qualité de gouvernance d'une entreprise. Cette notion a toujours occupé l'intérêt de plusieurs recherches. En effet, les études antérieures ont mis l'accent sur la distinction entre les administrateurs externes et les administrateurs internes

La littérature a souligné l'efficacité de l'indépendance du conseil comme étant un mécanisme réduisant la latitude du manager et son opportunisme. Ils corroborent l'hypothèse selon laquelle les membres indépendants tendent à atténuer les conflits d'agence entre les dirigeants et les managers (Alexandre et al 2000).

A cette mesure, de nombreuses recherches ont montré qu'une proportion élevée d'administrateurs indépendants dans le conseil d'administration améliore la qualité de la publication financière et par la suite la performance financière des entreprises (Chen et al 2000).

Les administrateurs externes peuvent s'opposer librement aux décisions prises par le dirigeant. Ces membres ont de plus grands motifs pour prendre des décisions favorisant la maximisation de la richesse des actionnaires.

Les recherches empiriques quant à la relation entre la composition du conseil et la performance financière de la firme sont loin d'être unanimes. Plusieurs travaux antérieurs ont montré que la présence d'administrateurs externes a un effet positif sur la performance à l'instar des études de Byrd et al (1992) ainsi que Lee et al (1992) qui supposent que la

présence d'administrateurs externes protège les intérêts des actionnaires lorsqu'il y a un conflit d'agence.

Black et al (2006) ainsi que Lefort et Urzúa (2008) corroborent encore cette idée et prévoient que l'accroissement du nombre des administrateurs indépendants au sein du conseil favorise positivement la performance financière de la firme

Dans le même sillon, Kor et al (2008), approuvent que les administrateurs externes disposent de bonnes compétences et celles-ci peuvent agir favorablement sur la performance financière de l'entreprise.

D'autres auteurs comme Hermalin et al (1991), Bhagat et Black (2000) et Klein (2002) aboutissent à une relation non significative entre la fraction d'administrateurs externes dans le conseil et la performance.

Enfin, Coles et al (2005) avancent que les administrateurs internes peuvent également améliorer la valeur de l'entreprise car ils ont accès à des informations pertinentes et possèdent des connaissances spécifiques de l'entreprise.

De même, Sarkar et Sarkar (2009) et Kaymak et al (2008) corroborent cette conclusion et prévoient que les administrateurs internes conduisent à la hausse des rendements des actifs (ROA) et non les administrateurs externes indépendants..

Dans le contexte de notre étude et conformément à la disposition du Code des Sociétés Commerciales tunisien (CSC), la qualité d'actionnaire n'est pas requise pour être membre du conseil d'administration d'une société anonyme en plus le dite code a prévu la possibilité de nomination d'un salarié en qualité d'administrateur.

Nous anticipons un effet positif de l'indépendance des administrateurs sur la performance financière. D'où notre première hypothèse :

H₁: La présence d'un pourcentage important d'administrateurs indépendants dans le conseil d'administration influence positivement la performance financière des entreprises Tunisiennes.

1.2 Taille du conseil d'administration et performance financière :

La littérature s'est largement intéressée à l'étude de l'influence de la taille sur la performance financière de l'entreprise

Un balayage de la littérature économique et financière nous a permis de conclure que le lien entre la taille du conseil d'administration et la performance financière débouche sur des conclusions contradictoires. Par conséquent, l'unanimité n'est pas prouvée à propos de cette relation.

En effet, plusieurs chercheurs avancent que le nombre d'administrateurs peut influencer le fonctionnement du conseil et par conséquent la performance financière de l'entreprise. Certains auteurs semblent en faveur d'un conseil de grande taille. En effet, dans un environnement incertain, plus la taille du conseil est grande, plus les différentes connaissances des administrateurs permettent d'améliorer la performance et d'exercer un contrôle efficace sur le dirigeant (Kiel et al 2003, Coles et al 2005 et Linck, et al 2006).

De même Godard et Schatt (2004), prévoient que plus le nombre d'administrateurs est important plus l'entreprise réalise de grande performance.

Dans cette lignée, Pearce et Zahra (1989) et Provan (1980) prévoient l'existence d'une relation positive entre la taille du conseil et la performance des entreprises.

Dans le même sillon et suite à leur méta analyse, Dalton et al (1999) confirment cette relation positive et trouvent qu'elle est plus intense pour les entreprises de grandes tailles.

Dans le même sens, Pearce et Zahra (1989) ainsi que Adams et Mehran (2003) trouvent que les entreprises ayant un conseil d'administration de grande taille réalisent de meilleures performances.

Toutefois, un autre courant de la littérature montre que les conseils de grande taille sont moins efficaces et ont un impact négatif sur la performance de l'entreprise. En effet, lorsque le conseil est de grande taille, cela peut présenter une barrière au contrôle de la gestion de l'entreprise à cause de la mauvaise coordination, flexibilité et communication. Wu (2000), Bhagat et Black (2002), Odegaard et al (2004), Mak et al (2005) et Andres et al (2005) stipulent que les conseils de petite taille créent plus de valeur que les conseils de grande taille.

Cette divergence des résultats permet de conclure qu'il n'y a pas de consensus sur l'impact de la taille du conseil d'administration sur sa capacité de surveillance. Certains plaident en faveur d'une plus grande taille. D'autre au contraire montre qu'un nombre réduit d'administrateurs renforce le contrôle du conseil et par la suite améliore la performance financière des entreprises.

Dans le contexte de notre étude le CSC en Tunisie prévoit que les sociétés anonymes sont administrées par un conseil d'administration composé de trois à douze membres au maximum D'où notre deuxième hypothèse :

H₂: La taille du conseil d'administration affecte négativement la performance financière des entreprises Tunisiennes.

1.3 La dualité des fonctions de gestion et de contrôle et la performance financière:

Une autre caractéristique est supposée influencer l'efficacité du contrôle exercé par les administrateurs au sein du conseil d'administration, il s'agit du cumul des fonctions de décision et celle de contrôle.

En effet, selon Brickley et al (1997), La dualité signifie l'attribution de la même personne en tant que directeur général ainsi que président du conseil d'administration pour la même période

Selon Rachdi et al (2009) l'étude de la relation entre la dualité et la performance a produit une combinaison entre les théories d'agence et de stewardship. La première défend l'idée qui plaide en faveur la séparation des fonctions alors que la deuxième privilégie la supériorité de la dualité de fonctions de décision et de contrôle pour exacerber les performances des entreprises.

La théorie de l'agence prévoit que le cumul des fonctions de directeur général et du président du conseil est considéré comme étant un obstacle à l'efficacité des mécanismes de contrôle exercé par le conseil d'administration et recommande par conséquent la séparation des deux fonctions. En effet, Les adeptes de la théorie de l'agence, notamment Jensen et Meckling (1976) et Jensen (1993) soulignent que la séparation des fonctions de gestion et de contrôle des décisions réduit les coûts d'agence et améliore la performance des firmes.

De même Carapeto et al (2005) recommandent la séparation entre la fonction de direction général et celle du président du conseil. Ils montrent que la fonction du président du conseil est de diriger les réunions et de surveiller le processus d'embauche, de renvoi, d'évaluation et de rémunération du dirigeant. Il est donc clair que le directeur général ne peut pas être performant puisqu'il va privilégier ses propres intérêts. Par conséquent, pour que le conseil soit efficace, il est nécessaire de séparer les deux positions.

Dans le même sillon, Sarkar et al (2009) considèrent la dualité comme un obstacle devant le rôle du conseil puisqu'elle permet d'affaiblir le contrôle en rendant les administrateurs dépendants du manager et par conséquent un système de contrôle défaillant permet d'encourager l'opportunisme du manager.

Contrairement à la théorie d'agence qui avance que la dualité affaiblit l'indépendance du Conseil d'administration, les tenants de la théorie de stewardship à l'instar de Cannella et al (1993) et de Sridharan et al (1997) prévoient que le cumul de fonctions accroît la performance financière de la firme du fait que le président directeur général dispose de toute l'information pour la divulguer aux membres du conseil d'administration.

Les défenseurs de la dualité exigent la présence d'un seul responsable qui a pour mission de tracer les stratégies et les politiques de l'entreprise car la séparation de fonctions crée un cadre de divergence au sein du conseil et favorise les conflits d'intérêts.

Dans cet ordre d'idées, Tuggle et al (2008) rejoignent cette conclusion et avancent que le partage du pouvoir entre le président directeur général et le conseil représente un facteur qui peut déterminer la capacité du manager dans l'exercice de ses fonctions.

Weir et al (2002) ont argumenté le fait qu'un rôle combiné peut projeter un sens de direction clair et peut avoir un effet positif sur la performance financière. En effet, ces études se sont référées à la théorie d'organisation qui a affirmé que l'entreprise peut réaliser une meilleure performance financière lorsque le dirigeant exerce une autorité complète et que son rôle est pratiqué clairement et sans opposition.

En France, Godard et Schatt (2004) trouvent que les entreprises ayant opté pour le cumul des fonctions sont plus rentables sur le long terme, confirmant le rôle primordial joué par le leadership pour créer de la valeur. D'où notre troisième hypothèse :

H₃: Le cumul des fonctions de direction et de présidence du conseil d'administration affecte négativement la performance financière des entreprises Tunisiennes

1.4 La taille du comité d'audit et la performance financière :

Pincus et al (1989) montrent que les firmes disposant de larges comités d'audit sont censées consacrer des ressources plus importantes pour surveiller le processus de reporting comptable et financier.

Dans le même sillon, Anderson et al (2004) ont trouvé que les larges comités d'audit permettent de mieux protéger et de mieux contrôler le processus comptable et financier par rapport aux comités de petite taille en instaurant une plus grande transparence à l'égard des actionnaires et les créanciers ce qui se répercute positivement sur la performance financière des entreprises . D'où notre quatrième hypothèse :

H_{4a}: La présence d'un nombre important d'administrateurs au sein du comité d'audit affecte positivement la performance financière des entreprises tunisiennes

1.5 L'indépendance des membres du comité d'audit et la performance financière:

Le comité d'audit a pour rôle de superviser le processus d'audit et de résoudre également tout désaccord qui pourrait apparaître entre les auditeurs et la direction. En effet, Abbott et al (2000) suggèrent que les firmes dont les comités d'audit sont composés de membres indépendants ont été moins sanctionnées par la SEC en raison d'états financiers frauduleux ou erronés.

La composition du comité d'audit a fait l'objet de plusieurs recommandations qui énoncent que le comité d'audit devrait être composé d'une majorité d'administrateurs externes indépendants afin de garantir leur indépendance (Beasley et Salterio 2001).

Dans le même sillon, Klein (1998) montre que l'efficacité du conseil d'administration dépend de sa propre structure ainsi que de la structure de ses comités. En effet, il soutient que l'affectation des administrateurs externes indépendants au comité d'audit est de nature à améliorer la performance de l'entreprise. D'où notre cinquième hypothèse :

H_{4b}: la présence d'un pourcentage important de membres indépendants au sein du comité d'audit affecte positivement la performance financière des entreprises tunisiennes.

1.6 La diversité du conseil et la performance financière :

La présence de la femme au conseil a fait l'objet de plusieurs réflexions théoriques qu'empiriques surtout dans les pays développés telles que l'étude de Singh (2008) qui porte sur des entreprises Britannique ainsi que celle d'Adams et Ferreira (2007, 2009) dans le contexte Américain et également l'étude de Rose (2007) pour le cas des entreprises danoises.

La question qui se pose maintenant est de savoir si la présence de la femme au sein du conseil a un impact sur ce dernier. La réponse à cette question est mitigée entre les défenseurs et les

opposants à la diversité genre dans les conseils. En effet, selon les partisans de cette diversité, ils présentent certains arguments du fait que les femmes apportent des idées nouvelles, disposent d'une capacité de communication très importante par rapport aux hommes ainsi qu'elles traitent des questions d'ordre stratégique lors des réunions des conseils qui se répercute positivement sur l'entreprise (Carter et al 2003, Adams et Ferreira 2003 et Ehrhadto et al 2002).

Dans le même sillon, Omri et al (2011), prévoient que les conseils mixtes améliorent l'image de l'entreprise à travers la divulgation de leur ouverture, leur tolérance et leur équité. Ce résultat à été corroboré par l'étude de Kang et al (2009) qui prévoient que l'annonce de l'ajout d'une femme au sein du conseil à un effet sur l'amélioration des rendements enregistrés.

Contrairement aux résultats précédents, Shrader et al (1997) analysent 200 entreprises américaines ayant la capitalisation boursière la plus élevée entre 1992 et 1993. Ils ne trouvent pas de lien positif et significatif entre le pourcentage de femmes au conseil d'administration et la performance financière.

De même, Kochan et al (2003) ne trouvent pas de relation positive entre la diversité homme/femme dans les postes de décisions et la performance financière de l'entreprise. En effet, l'étude de Zahra et al (1988) sur la présence de minorités au conseil d'administration (femmes et minorités raciales) et la performance financière, a conduit à une association non significative entre les deux variables. D'où notre sixième hypothèse :

H₅ : la présence de la femme au sein du conseil d'administration affecte négativement la performance financière des entreprises Tunisiennes.

1.7 La fréquence de réunions et la performance financière :

Parallèlement aux autres caractéristiques du conseil d'administration précédemment identifiées, la fréquence de réunions du conseil peut être considérée comme étant un élément clé pour l'efficacité du conseil. En effet, il y a des explications à la fois pour et contre une relation positive entre la fréquence de réunions et la performance financière des entreprises.

Un balayage de la littérature économique et financier nous a permis de conclure que le lien entre la fréquence des réunions du conseil d'administration et la performance financière débouche sur des conclusions contradictoires.

En effet, certains auteurs à l'instar de Godard et al (2004) prévoient que l'augmentation significative du nombre de réunions du conseil à un impact positif sur la performance financière des entreprises françaises.

Dans le même sillon, Davidson et al (1998) ont trouvé une relation positive entre la performance financière des entreprises et le nombre de réunions du conseil d'administration.

Cependant, d'autres recherches à l'instar de l'étude de Vafeas(1999) qui prévoit que l'augmentation du nombre de réunions du conseil n'est pas synonyme de l'existence d'une bonne performance financière. D'où notre septième hypothèse :

H₆: la fréquence des réunions du conseil d'administration affecte positivement la performance financière des entreprises Tunisiennes.

Section 2 : présentation de l'échantillon et définition et mesure des variables :

Avant de procéder à l'analyse des résultats de l'étude, nous présentons au cours du prochain paragraphe les choix méthodologiques effectués pour pouvoir vérifier les hypothèses de la recherche. D'abord, nous présentons les caractéristiques de notre échantillon. Par la suite, nous définissons les mesures des variables retenues dans le cadre de cette étude.

2.1 Présentation de l'échantillon :

L'échantillon de notre étude est constitué de 26 Entreprises Tunisiennes cotées à la bourse des valeurs mobilières de Tunisie (BVMT), sur une période qui s'étale sur 4 ans (2007-2010).

Les données financières sont collectées des états financiers à partir des bulletins officiels disponibles au conseil du marché financier (CMF) sur son site www.cmf.org.tn et de la bourse.

Les données boursières sont collectées à travers la bourse ainsi que sur le site www.bvmt.com.tn et aussi à l'aide de quelques intermédiaires en bourse.

Les données sur le conseil d'administration sont collectées à partir des prospectus d'émission des entreprises disponibles dans le CMF et à partir des stocks guide fournis par la BVMT.

Sont exclues de l'échantillon, les banques, les assurances et les institutions financières en raison de la spécificité de leurs règles comptables ainsi que quelques entreprises nouvellement cotées sur la Bourse des Valeur Mobilières de Tunis. En effet, nous n'avons pas pris en considération toutes les entreprises introduites dans la période de notre étude (2007-2010)

Le choix des entreprises cotées est basé sur le fait que les informations sont plus disponibles sur ces sociétés.

2.2 Définition et mesure des variables :

À ce stade, nous avons essayé d'énumérer les différentes variables qui peuvent être divisées en variables dépendantes (mesure de la performance) , variables indépendantes qui se rapportent essentiellement sur les caractéristiques du conseil d'administration et des variables de contrôle relatives aux caractéristiques de la firme.

	Variables	Auteurs	Mesure des variables
<i>Variables dépendantes</i>	Return On Assets (ROA)	Barro (1990) et Angbazo et Narayanan (1997)	Résultat net / actif total
	Return On Equity (ROE)	Holderness et Sheehan (1988) et Ang, Lauterbach et Schreiber (2002).	Résultat net / fonds propres
	Q de Tobin	Beiner et al (2006) et Bhagat et al (2008)	((Valeur comptable de l'actif +valeur de marché des actions)-valeur comptable des actions)/valeur comptable des actifs
<i>Variables indépendantes</i>	indépendance des membres du conseil (IND_CA)	Pearce et Zahra (1989), Bhagat et Black (1999) et Godard et Schatt (2004)	le nombre des administrateurs indépendants divisé par le nombre total des administrateurs siégeant au conseil d'administration
	taille du conseil (TAI_CA)	Adams et Mehran (2003), Klein, (2002), Vafeas (2003) et Godard et Schatt (2004)	le nombre des administrateurs siégeant au conseil d'administration
	cumul des fonctions (CUM_FON)	Kang et al,(2009) ; Brickley et al (1997) et Godard et Schatt (2004)	prend la valeur 1 lorsque les postes de directeur général et de président du conseil sont occupés par une seule personne. 0 sinon
	Taille du comité d'audit (TAI_AUD)	Klein (2002) et Godard et Schatt (2004)	mesurée par le nombre d'administrateurs qui y siègent

	Indépendance du comité d'audit (IND_AUD)	Anderson et al (2003), Godard et Schatt (2004) et Brown et Caylor (2004)	mesurée par la proportion des administrateurs indépendants qui siègent au sein du comité d'audit
	Fréquence des réunions (FREQ_REU)	Vafeas et al (1998), Godard et Schatt (2004) et Andrés et al (2005)	mesurée par le nombre de réunions du conseil par an
	Diversité genre du conseil (DIV_CA)	Singh (2008) et Kang et al (2009)	mesurée en termes de pourcentages des femmes présentes dans le conseil
Variable de contrôles	taille de la firme (TAI_FIRM)	Pearce et Zahra (1989) et Godard (2002)	mesurée par le logarithme naturel de la valeur comptable du total des actifs
	niveau d'endettement (DEBT_FIRM)	Mc Daniel (1989) et Turner et Sennetti (2001)	Dettes/ Actifs total

Section 3 analyse des résultats :

Afin d'appréhender l'effet des caractéristiques du conseil d'administration sur la performance financière des entreprises tunisiennes mesurée par le ROA ; ROE et Q de Tobin, nous testons les modèles de régression (1), (2) et (3) en intégrant les variables de contrôle (taille de l'entreprise et ratio d'endettement) afin de contrôler leur effet sur les variables dépendantes.

$$\begin{aligned}
 \text{ROA}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{IND_CA}_{i,t} + \beta_2 \text{TAI_CA}_{i,t} + \\
 & \beta_3 \text{CUM_FON}_{i,t} + \beta_4 \text{TAI_AUD}_{i,t} + \beta_5 \text{IND_AUD}_{i,t} + \beta_6 \text{FREQ_REU}_{i,t} + \beta_7 \text{DIV_CA}_{i,t} + \\
 & \beta_8 \text{TAI_FIRM}_{i,t} + \beta_9 \text{DEBT_FIRM}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 \text{ROE}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{IND_CA}_{i,t} + \beta_2 \text{TAI_CA}_{i,t} + \\
 & \beta_3 \text{CUM_FON}_{i,t} + \beta_4 \text{TAI_AUD}_{i,t} + \beta_5 \text{IND_AUD}_{i,t} + \beta_6 \text{FREQ_REU}_{i,t} + \beta_7 \text{DIV_CA}_{i,t} + \\
 & \beta_8 \text{TAI_FIRM}_{i,t} + \beta_9 \text{DEBT_FIRM}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
Q \text{ Tobin}_{i,t+1} = & \beta_0 + \beta_1 \text{IND_CA}_{i,t} + \beta_2 \text{TAI_CA}_{i,t} \\
& + \beta_3 \text{CUM_FON}_{i,t} + \beta_4 \text{TAI_AUD}_{i,t} + \beta_5 \text{IND_AUD}_{i,t} + \beta_6 \text{FREQ_REU}_{i,t} + \beta_7 \text{DIV_CA}_{i,t} + \\
& \beta_8 \text{TAI_FIRM}_{i,t} + \beta_9 \text{DEBT_FIRM}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
\end{aligned} \tag{3}$$

3.1 Analyses descriptives :

Les résultats présentes dans la partie A du tableau 1 (en annexe) nous indiquent que les entreprises tunisiennes cotées à la BVMT autres que les institutions financières ont un rendement de l'actif faible et même parfois un rendement négative (-0.164). Ce rendement est compris entre (-16%) et (19%) avec une moyenne qui n'excède pas 5% (4.98%).

D'autre part, ces statistiques descriptives font apparaître que la moyenne du Q de Tobin est de (1.80) et que ce ratio à une valeur maximale de 4.27. Cependant, certaines entreprises disposent d'un Q de Tobin qui est inférieur à l'unité (0.97) cela signifie théoriquement qu'elles ont mal à lever des fonds pour investir et d'augmenter les dividendes qu'elles versent aux actionnaires.

Les résultats présentés dans le tableau 1 nous indiquent que l'indépendance des membres du conseil d'administration est plus ou moins respectée par les entreprises tunisiennes cotées sur la BVMT. En effet, elle est en moyenne de 49% (0.489) avec un minimum de (0%) essentiellement pour les entreprises familiales dont les membres du conseil ont un lien familiale entre eux et d'ailleurs c'est la caractéristique de la majorité des entreprises tunisiennes et un maximum qui n'excède pas 82% (81.8%).

Nous constatons que les entreprises faisant l'objet de notre étude sont essentiellement des entreprises qui font recours au cumul des fonctions du président du conseil d'administration et de directeur générale (60.6%) et cela est justifié du fait que la majorité des entreprises retenues sont de type familial. Ce résultat est confirmé par l'étude de Godard et Schatt (2004) qui ont trouvé que les entreprises familiales françaises cotées optent pour le cumul des fonctions ce qui les rendent plus rentables sur le long terme, confirmant le rôle primordial jouer par le leadership pour créer de la valeur.

Les entreprises de notre étude présentent des comités d'audit avec une taille moyenne de 3 administrateurs et la taille de ce dite comité varie entre 2 et 4 administrateurs mais avec un pourcentage d'indépendance qui n'excède pas 75%. De même la moyenne d'indépendance des membres de comité d'audit ne dépasse pas 20% (19.47%) avec un minimum de (0) et cela est justifié du fait de l'existence des entreprises familiales dans notre échantillon.

3.2 Vérification des conditions d'application de la régression linéaire et analyses multivariés:

Du fait que toutes les variables dépendantes sont continues, nous utilisons le modèle de la régression linéaire multiple pour estimer nos trois équations.

3.2.1 Vérification des conditions d'application de la régression linéaire :

L'application de la régression linéaire est soumise à certaines conditions. En effet cette méthode exige l'absence de problèmes d'auto-corrélation et d'hétéroscédasticité des erreurs ainsi que l'absence de multicollinéarité entre les variables indépendantes.

a) Vérification d'absence de problèmes d'auto –corrélation :

Afin d'affirmer que les estimateurs de MCO convergent asymptotiquement vers les vraies valeurs nous avons besoin de vérifier l'absence d'auto - corrélation des erreurs.

Les résultats montrent que les statistiques de Durbin et Watson tous sont proches de deux. Ce qui, nous permet d'affirmer l'absence d'une auto - corrélation des erreurs. D'où les estimateurs des MCO convergent asymptotiquement vers les vraies valeurs des paramètres avec une variance minimale.

b) Vérification d'absence de multi colinéarité :

La régression linéaire exige l'absence d'un problème de multi colinéarité entre les variables indépendantes introduites dans un même modèle.

En effet, Kennedy (1985) prévoit un $r = 0.8$ pour se prononcer sur un problème sérieux de colinéarité entre les variables indépendantes incluses dans un modèle de régression.

Nous présentons les coefficients de corrélations de Pearson entre les variables indépendantes de notre étude (voir annexe).

Cette matrice montre que le degré de corrélation entre les différentes variables indépendantes est modéré. Ce qui suppose l'absence du problème de multi colinéarité entre les variables.

c) Vérification d'absence d'hétéroscédasticité :

Afin de tester l'existence d'un éventuel problème d'hétéroscédasticité des erreurs, nous avons utilisé le test de White 1978. En effet White (1978) régresse le carré des termes résiduels des MCO sur toutes les variables indépendantes du modèle, sur le carré de chacune des variables explicatives et sur les variables croisées obtenues à partir du modèle théorique initial. Cependant, lorsque le nombre de variables explicatives est important, le nombre de régressions de l'équation de White sera nettement plus important que le nombre d'observations, ce qui entraîne le manque de robustesse du test.

De ce fait, White a montré que sous l'hypothèse d'homoscédasticité, la quantité $W = N.R_2$ suit asymptotiquement une loi de chi-deux à $N-k+1$ degrés de liberté.

Les résultats issus de ce test montrent qu'il n'existe pas de problème d'hétéroscédasticité dans tous les modèles de régression utilisés dans notre étude (voir tableau 3 en annexe).

3.2.2 Analyses multivariées et vérification des hypothèses :

L'analyse de nos résultats sera divisée en trois parties. Dans la première partie, nous examinons l'effet des caractéristiques du conseil d'administration sur la performance financière des entreprises tunisiennes mesurée par le ROA en analysant les résultats de l'estimation du premier modèle de régression (équation 1). La deuxième partie analysera les résultats relatifs à l'effet des caractéristiques du conseil d'administration sur la performance financière mesurée par le ROE (équation 2). Enfin, nous analysons dans la troisième partie, les résultats relatifs à l'effet des caractéristiques du conseil d'administration sur la performance financière mesurée par le Q de Tobin (équation 3).

Cependant avant de procéder à la détermination des régressions des différentes équations il est lieu de vérifier s'il y a d'effets individuels ou non dans nos modèles ainsi qu'il est déterminant de choisir entre le modèle à effets fixes ou bien le modèle à effets aléatoires en appliquant le test de spécification de Hausman

3.2.2.1 Analyse de l'effet des caractéristiques du conseil d'administration sur la performance financière mesurée par le ROA

Tets	Valeurs de la statistique de Fisher	Sig	Conclusion	Type d'effet
Modèle 1 (ROA)	3.5928	0.0000	Rejeter l'hypothèse nulle d'égalité des constantes	Effet spécifique

Nous constatons que la probabilité d'acceptation de l'hypothèse nulle du test de Fisher est de $0.0000 <$ au seuil de 5% .Nous rejetons l'hypothèse nulle H_0 et nous confirmons l'existence d'un effet individuel .

Suite au refus de H_0 nous passons à la détermination de l'effet aléatoire (Betwin) pour le jugement de notre modèle.

Effects Specification		
	S.D.	Rho
Cross-section random	0.021787	0.2851
Idiosyncratic random	0.034496	0.7149

A cette étape le recours au test de spécification de Hausman (1978) est déterminant afin d'identifier la nature de la spécification (fixe ou aléatoire).

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: ROA

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	29.117425	9	0.0006

Selon le Test de Hausman(1978), nous constatons que la probabilité est de (0.0006) inférieure à la valeur critique au seuil de 5%. Ce qui implique donc, que le modèle étudié est à effets individuels fixes. D'un point de vue économétrique, ce résultat signifie que les effets individuels viennent s'ajouter à la constante du modèle et non au terme aléatoire.

Résultats de la régression linéaire relative à l'équation 1

Variable dépendante ROA				
VARIABLES	Signe prévu	Coefficient β	t-statistic	Prob
Constante		-0.062934	-0.563680	0.5748
IND_CA	+	0.112294***	3.495056	0.0008
TAI_CA	-	0.000389	0.120650	0.9043
CUM_FON	-	-0.017956	-1.091590	0.2788
TAI_AUD	+	-0.023063	-1.090314	0.2794
IND_AUD	+	0.105687***	3.023016	0.0035
FREQ_REU	+	0.123768***	4.981887	0.0000
DIV_CA	-	-0.447243***	-2.708355	0.0085
TAI_FIRM	-	0.001196	0.126088	0.9000
DEBT_FIRM	-	-0.098508***	-4.373467	0.0000
R ² = 0.846022 R ² ajusté = 0.770149 F=11.15049 p= 0.000 N= 104				

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

L'examen du tableau révèle une relation positive et statistiquement significative au seuil de 1% entre la performance financière mesurée par le ROA et l'indépendance des membres du conseil d'administration IND_CA ($\beta = 0.1122$, $P = 0.008$). Ce résultat supporte l'hypothèse H₁ qui stipule que la présence d'un pourcentage important d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration influence positivement la performance financière des entreprises. En effet, ce résultat corrobore les études de Black et al (2006) ainsi que Lefort et Urzúa (2008) qui prévoient que l'accroissement du nombre des administrateurs indépendants au sein du conseil favorise positivement la performance de la firme. Ce résultat confirme aussi les

études de Lau et al. (2009), Schiehl et al (2009) et Sarkar et Sarkar (2009) qui approuvent également que les administrateurs indépendants favorisent mieux la création de valeur au sein de l'entreprise du fait que les managers indépendants assurent une bonne gouvernance par rapport à ceux internes.

Par ailleurs, les résultats du tableau confirment l'hypothèse H_{4b} qui stipule que la présence d'un pourcentage élevé des membres indépendants au sein du comité d'audit affecte positivement la performance financière. En effet, d'après le tableau, le coefficient relative à la variable indépendance des membres du comité d'audit IND_AUD est positif ($\beta = 0.1056$) et statistiquement significative au seuil de 1% ($P = 0.0035$) ce qui corrobore l'étude de Klein (1998) qui montre que l'affectation des administrateurs externes (indépendants) au comité d'audit est de nature à améliorer la performance financière de l'entreprise. De même Beasley et Salterio (2001) énoncent que le comité d'audit devrait être composé d'une majorité d'administrateurs indépendants afin d'améliorer la qualité de l'information et par conséquent la performance de l'entreprise.

Nous constatons aussi que le coefficient associé à la fréquence de réunions des membres du conseil $FREQ_REU$ est positif ($\beta = 0.1237$) et statistiquement significatif au seuil de 1% ($P = 0.0000$) et ce conformément à l'hypothèse H_6 qui prévoit que la fréquence de réunion du conseil d'administration affecte positivement la performance financière. Ce résultat est confirmé par plusieurs études dont les plus importantes sont celle de Godard et Schatt (2004) qui ont souligné qu'une augmentation significative du nombre de réunion du conseil d'administration permet un contrôle détaillé des managers et augmente la richesse des actionnaires ce qui se répercute positivement sur la performance financière des entreprises.

En outre les résultats obtenus indiquent que le coefficient relatif à la variable diversité du conseil d'administration DIV_CA est négatif et statistiquement significatif au seuil de 1% ($\beta = -0.4472$, $p = 0.008$). Nous constatons que le signe négatif du coefficient relatif à la variable DIV_CA est conforme au signe prévu. En effet ce résultat corrobore l'étude de Farrell et al (2005) qui prévoient un impact négatif de la diversité genre aux conseils sur la performance et ce à cause du nombre réduit des femmes dans ces conseils, ce qui peut biaiser la portée de leur présence.

Finalement, nous constatons aussi que le signe obtenu du coefficient estimé relatif à la variable de contrôle (taille de la firme) n'est pas conforme au signe prévu. En effet le tableau montre que la taille de la firme a un effet positif et non significatif ($\beta = 0.0011$, $P = 0.9$). Ce

résultat n'est pas confirmé aux études de Black et al (2006) et Arcot et Bruno (2005) qui stipulent que les entreprises de petite taille sont plus performantes que les entreprises de grandes tailles. D'autre part les résultats relatifs à cette régression montre que la dette (ratio d'endettement) à un coefficient négatif et statistiquement significatif au seuil de 1% ($\beta = -0.0985$, $P = 0.000$). En effet, ce résultat rejoint les travaux de Myers (1977) qui stipule que l'endettement conduit à des coûts d'agence élevés à cause de la divergence des intérêts des actionnaires et des créanciers.

3.2.2.2 Analyse de l'effet des caractéristiques du conseil d'administration sur la performance financière mesurée par le ROE :

Tets	Valeurs de la statistique de Fisher	Sig	Conclusion	Type d'effet
Modèle 2 (ROE)	3.3265	0.0000	Rejeter l'hypothèse nulle d'égalité des constantes	Effet spécifique

Nous constatons que la probabilité d'acceptation de l'hypothèse nulle du test de Fisher est de $0.0000 <$ inférieure au seuil de 5%. Nous rejetons l'hypothèse nulle H_0 et nous confirmons l'existence d'un effet individuel.

Suite au refus de H_0 nous passons à la détermination de l'effet aléatoire (Betwin) pour le jugement de notre modèle.

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	0.080274	0.3132
Idiosyncratic random	0.118879	0.6868

A cette étape le recours au test de spécification de Hausman (1978) est déterminant afin d'identifier la nature de la spécification (fixe ou aléatoire).

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: ROE

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	19.998038	9	0.0179

Selon le Test de Hausman, nous constatons que la probabilité est de (0.0179) inférieure à la valeur critique de Khi-Deux au seuil de 5%. Ce qui implique donc, que le modèle étudié est à effets individuels fixes.

Résultats de la régression linéaire relative à l'équation 2

Variable dépendante ROE				
VARIABLES	Signe prévu	Coefficient β	t-statistic	Prob
Constante		0.78897**	2.050561	0.0441
IND_CA	+	-0.042590	-0.384654	0.7017
TAI_CA	-	-0.001008	-0.090703	0.9280
CUM_FON	-	-0.085096	-1.501170	0.1379
TAI_AUD	+	-0.304492***	-4.177139	0.0001
IND_AUD	+	0.349636***	2.901997	0.0050
FREQ_REU	+	0.280347***	3.274481	0.0017
DIV_CA	-	-0.735567	-1.292542	0.2005
TAI_FIRM	-	-0.009244	-0.282764	0.7782
DEBT_FIRM	-	-0.055882	-0.719927	0.4740
R ² = 0.749528 R ² ajusté = 0.626107 F=6.072948 p= 0.000 N= 104				

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

Les résultats du tableau indiquent qu'à l'exception des signes des coefficients relatifs aux variables IND_CA et TAI_AUD les signes obtenus des coefficients sont tous conformes aux signes prévus.

Notons d'abord que contrairement à l'hypothèse H₁, l'indépendance des membres du conseil d'administration ne semble pas avoir un effet significatif sur la performance financière mesurée par le ROE. En effet, le coefficient relatif à la variables IND_CA est négatif et non significatif ($\beta = -0.0425$, $P = 0.7017$). Ce résultat n'est pas cohérent avec les résultats des études de Black et al (2006) et de Lefort et Urzúa (2008) qui ont montré que la présence d'un pourcentage important d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration influence positivement la performance financière.

Par ailleurs, les résultats obtenus montrent que le coefficient associé à la variable IND_AUD est positif et statistiquement significatif au seuil de 1% ($\beta = 0.3496$, $P = 0.005$). Ce qui implique que l'indépendance des membres du comité d'audit a un impact positif sur la performance financière. Ce résultat supportant l'hypothèse H_{4b} qui stipule que la présence d'un pourcentage important de membres indépendants au sein du comité d'audit affecte positivement la performance financière. Ce résultat corrobore les résultats de plusieurs études entre autres celle de Klein (1998) qui montre que l'affectation des administrateurs externes (indépendants) au comité d'audit est de nature à améliorer la performance financière de l'entreprise.

Nous constatons aussi, que le coefficient associé à la variable fréquence de réunion $FREQ_REU$ est positif ($\beta = 0.2803$) et statistiquement significatif au seuil de 1% ($P = 0.0017$). Ce résultat confirme l'hypothèse H_6 qui prévoit que la fréquence de réunion du conseil d'administration affecte positivement la performance financière. Ce résultat est justifié par l'étude de Davidson et al (1998) qui ont trouvé une relation positive entre la performance financière des entreprises et le nombre de réunions du conseil d'administration. En effet, selon eux la fréquence de réunion du conseil d'administration est positivement reliée à la qualité de contrôle exercé par ce dernier sur la direction de la firme et sur l'information divulguée à l'ensemble des parties prenantes.

Toutefois, les résultats relatifs à la variables TAI_AUD indiquent un coefficient négatif et significatif au seuil de 1% ($\beta = -0.3044$, $P = 0.0001$). Ce résultat n'est pas cohérent à l'étude d'Anderson et al (2004) qui ont trouvé que les larges comités d'audit favorisent une plus grande transparence à l'égard des actionnaires et des créanciers qui se répercute positivement sur la performance financière des entreprises

De même, les résultats obtenus indiquent que le coefficient associé à la variable taille du conseil d'administration TAI_CA est négatif ($\beta = -0.001$) et non significatif ($P = 0.9280$) conformément à la prédiction de l'hypothèse H_2 qui prévoit que la taille du conseil d'administration affecte négativement la performance financière des entreprises.

Pour ce qui est des variables de contrôles, le signe trouvé relative à la variable taille de la firme est conforme au signe prévu. En effet, nous avons trouvé que le coefficient relatif à la taille de la firme est négatif mais statistiquement non significatif ($\beta = -0.0092$, $P = 0.778$).

De même, le tableau indique que le coefficient relatifs à la dette (ratio d'endettement) est négatif mais statistiquement non significatif ($\beta = -0.0558$, $P = 0.470$). En effet, le signe négative du coefficient relative à la variable $DEBT_FIRM$ est conforme au signe prévu du fait que la dette ou le recours à l'endettement entrave la performance mais d'une façon plus ou moins significatif.

Toutefois, les études antérieures comme par exemple celle de Myers (1977) qui a trouvé que le coefficient associé à la variable $DEBT_FIRM$ est négative et statistiquement significatif.

En effet, les travaux de Myers (1977) stipulent que l'endettement conduit à des coûts d'agence élevés à cause de la divergence des intérêts des actionnaires et des créanciers.

3.2.2.3 Analyse de l'effet des caractéristiques du conseil

d'administration sur la performance financière mesurée par le Q de Tobin :

Tets	Valeurs de la statistique de Fisher	Sig	Conclusion	Type d'effet
Modèle 3 (Q de Tobin)	1.9393	0.0163	Rejeter l'hypothèse nulle d'égalité des constantes	Effet spécifique

Nous constatons que la probabilité d'acceptation de l'hypothèse nulle du test de Fisher est de $0.0163 <$ inférieure au seuil de 5%. Nous rejetons l'hypothèse nulle H_0 et nous confirmons l'existence d'un effet individuel .

Suite au refus de H_0 nous passons à la détermination de l'effet aléatoire (Betwin) pour le jugement de notre modèle.

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	0.074723	0.0236
Idiosyncratic random	0.480130	0.9764

A cette étape le recours au test de spécification de Hausman (1978) est déterminant afin d'identifier la nature de la spécification (fixe ou aléatoire).

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: QTOBIN
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	29.523846	9	0.0005

Selon le Test de Hausman, nous constatons que la probabilité est de $0.0005 <$ inférieure au seuil de 5%. Ce qui implique donc, que le modèle étudié est à effets individuels fixes.

Résultats de la régression linéaire relative à l'équation 3

Variable dépendante Q de Tobin				
VARIABLES	Signe prévu	Coefficient β	t-statistic	Prob
Constante		-2.375336	-1.528555	0.1309
IND_CA	+	2.319313***	5.186386	0.0000
TAI_CA	-	-0.041420	-0.923172	0.3591
CUM_FON	-	0.488123**	2.132053	0.0366
TAI_AUD	+	0.474271	1.610933	0.1118
IND_AUD	+	-0.622720	-1.279741	0.2049
FREQ_REU	+	1.895802***	5.482612	0.0000

DIV_CA	-	-0.812927	-0.353689	0.7247
TAI_FIRM	-.	-0.016666	-0.126227	0.8999
DEBT_FIRM	-	-1.135921***	-3.623341	0.0006
R ² = 0.780103 R ² ajusté = 0.671748 F=7.199509 p= 0.000 N= 104				

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

Notons d'abord que, contrairement à l'hypothèse H₃ le cumul des fonctions de direction et de présidence du conseil d'administration semble avoir un effet positif sur la performance financière mesurée par le Q de Tobin. En effet, nous constatons que le coefficient associé à la variable cumul des fonctions CUM_FON est positif et statistiquement significatif au seuil de 5% ($\beta=0.0488$, $P=0.036$). Ce résultat est cohérent aux résultats des études de Cannella et al (1993) et de Sridharan et al (1997) qui prévoient que le cumul de fonctions accroît la performance de la firme du fait que le président directeur général dispose de toute l'information pour la divulguer par la suite aux membres du conseil d'administration.

Par ailleurs, les résultats du tableau montrent que le coefficient associé à la variable indépendance des membres du conseil d'administration IND_CA est positif ($\beta=2.319$) et statistiquement significatif au seuil de 1% ($P=0.000$) conformément à la prédiction de l'hypothèse H₁ qui stipule que la présence d'un pourcentage important d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration influence positivement la performance financière. Ce résultat n'est pas conforme aux études de Burton (2000) et Bhagat et al (2002) qui constatent que les entreprises caractérisées par des conseils indépendants ne sont pas forcément plus performantes que les autres. De même ce résultat ne corrobore pas les études de Core et al (2002) qui indiquent même qu'un pourcentage élevé d'indépendants au sein du conseil peut avoir un impact négatif sur la performance de la firme.

De même la variable fréquence de réunion FREQ_REU est associée à la performance financière mesurée par le Q de Tobin et que cette association est positive et statistiquement significative au seuil de 1% ($\beta=1.895$, $P= 0.0000$). En confirmant l'hypothèse H₆ qui stipule que la fréquence de réunion affecte positivement la performance financière des entreprises. Ce résultat est cohérent à l'étude de Godard et Schatt (2004) qui ont souligné qu'une augmentation significative du nombre de réunion du conseil d'administration permet un contrôle détaillé des managers et augmente la richesse des actionnaires ce qui se répercute positivement sur la performance financière des entreprises.

Pour ce qui est des variables de contrôles, le signe trouvé relative à la variable taille de la firme est conforme au signe prévu. Nous constatons que la taille de l'entreprise a un impact

négalif sur le Q de Tobin. ce résultat rejoint l'étude de Beiner et al (2006) qui ont montré que les firmes de grandes taille sont susceptibles d'avoir des problème d'agence important à cause de la difficulté de les contrôler et du problème de free cash flows .

De même le tableau indique que le coefficient relatifs à la dette (ratio d'endettement) est négatif et statistiquement significatif au seuil de 1% ($\beta = -1.1359$; $P = 0.0006$). En effet, le signe négatif du coefficient relatif à la variable DEBT_FIRM est conforme au signe prévu.

En effet ce résultat corrobore l'étude de Myers (1977) qui prévoit que l'endettement apprécié par le ratio « dettes total sur total actif » est également significatif et négatif.

Synthèse des résultats obtenus :

	Variables	Signe prévu	Signe obtenu	Hypothèses
Variable dépendante ROA	Constante		-	
	IND_CA	+	+***	validée
	TAI_CA	-	+	rejetée
	CUM_FON	-	-	rejetée
	TAI_AUD	+	-	rejetée
	IND_AUD	+	+***	validée
	FREQ_REU	+	+***	validée
	DIV_CA	-	***	validée
	TAI_FIRM	-	+	Variables de contrôle
	DEBT_FIRM	-	***	
	Constante		+**	
Variable dépendante ROE	IND_CA	+	-	rejetée
	TAI_CA	-	-	rejetée
	CUM_FON	-	-	rejetée
	TAI_AUD	+	***	rejetée
	IND_AUD	+	+***	Validée
	FREQ_REU	+	+***	Validée
	DIV_CA	-	-	rejetée
	TAI_FIRM	-	-	Variables de contrôle
	DEBT_FIRM	-	-	
	Constante		-	
Variable dépendante Q de Tobin	IND_CA	+	+***	Validée
	TAI_CA	-	-	rejetée
	CUM_FON	-	+**	rejetée
	TAI_AUD	+	+	rejetée
	IND_AUD	+	-	rejetée
	FREQ_REU	+	+***	Validée
	DIV_CA	-	-	rejetée
	TAI_FIRM	-	-	Variables de contrôle
	DEBT_FIRM	-	***	

Conclusion

L'étude de l'impact des caractéristiques du conseil d'administration sur la performance financière des entreprises à été basée sur une investigation auprès de 26 entreprises tunisiennes cotées à la bourse des valeurs mobilières de Tunis (BVMT) .

Afin de bien étudier cet impact, nous avons fait appel essentiellement à l'analyse bivariée en étudiant l'association entre les variables endogènes et les variables explicatives et à l'analyse multivariée en appliquant la régression linéaire multiple.

De même, l'utilisation des statistiques descriptives dans notre étude présente un apport plus ou moins important. En effet, les résultats des statistiques descriptives se résument en un ensemble de moyenne, de médiane et de fréquence. L'intérêt de ces résultats est d'avoir quelques informations sur certaines caractéristiques et pratiques des entreprises tunisiennes en matière de gouvernement d'entreprise et en particulier sur les principales caractéristiques du conseil d'administration.

En effet, les résultats obtenus de tous les tests bivariés et multivariés montrent l'effet significatif de certaines caractéristiques du conseil d'administration sur la performance financière mesurée soit par le ROA, ROE ou le Q de Tobin.

D'une part en ce qui concerne l'impact des caractéristiques du conseil d'administration sur la performance financière mesurée par le ROA, nous constatons que seulement l'indépendance du conseil, l'indépendance du comité d'audit, la diversité genre du conseil et la fréquence de réunion ont un effet significatif sur la performance financière.

D'autre part, les résultats issus de ces analyses multivariées ont montré que l'indépendance du comité d'audit ainsi que la fréquence de réunion ont un impact significatif et positif sur la performance financière mesurée par le ROE.

Enfin, nous constatons l'existence d'un effet significatif entre d'une part l'indépendance du conseil d'administration, le cumul des fonctions de direction et de présidence du conseil et la fréquence de réunion et d'autre part la performance financière mesurée par le Q de Tobin.

En conclusion, les résultats de cette étude empirique ont montré que les caractéristiques du conseil d'administration qui font trait à l'indépendance des membres du conseil, taille du conseil, l'indépendance des membres du comité d'audit, la fréquence de réunions du conseil ont un impact plus ou moins important sur la performance financière mesurée par les différents ratio de la performance utilisé dans cette étude à savoir le ROE, le ROE et le Q de Tobin .

Bibliographie

- Abbott, L., & Parker S. 2000, “Auditor selection and audit committee characteristics. Auditing” : A Journal of Practice and Theory 19 (2): pp 47-66.
- Arcot S.R & Bruno V.G 2005, “one size does not fit to all, Evidence from corporate governance” Working paper.
- Adams, R.B & Ferreria, D 2009, “Women in the boardroom and their impact on governance and performance”, *Journal of Financial Economics*, Vol.94, pp.291-309.
- Adams, R.B & Ferreria, D 2007, “A theory of friendly boards”, *Journal of Finance*, Vol.62, pp.217-250.
- Adams , R.B & Ferreria ,D 2003, “Diversity and incentives: evidence from corporate boards”, Working Paper, University of Stockholm.
- Adams, R & Mehran, H., 2003, “ Is corporate governance different for bank holding companies? Federal Reserve Bank of New York” *Economic Policy Review* (April), pp 123- 142.
- Alexandre H & M. Paquerot ,2000, “Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants”, *Finance Contrôle Stratégie*, vol 3, N°2,pp 5-29.
- Anderson, R.C., Mansi S.A., & Reeb D.M., 2003a, “Founding family ownership and the agency cost of debt” , *Journal of Financial Economics* 68, 263-285.
- Anderson, R.C., Mansi S.A., & Reeb D.M.,2004 “Board characteristics, accounting report integrity and the cost of debt “ *journal of accounting and economics*, vol 37 , pp 315-342.

- Andrés, P., Azofra, V. & López, F.J , 2005, "Corporate Boards in some OECD countries: size composition, functioning and effectiveness." *Corporate Governance: An International Review*. Vol. 13(2), pp 197-210.
- Ang, J., Lauterbach, B., & Schreiber, B.Z , 2002a, . "Pay at the executive suite: How do US banks compensate their top management teams?" *Journal of Banking & Finance* 26, pp 1143-1169 .
- Angbazo, L. & Narayanan, R. ,1997, "Top management compensation and the structure of the board of directors in commercial banks" , *European Finance Review* . 1, pp 237–257.
- Barro, R., 1990, " Government spending in a simple model of endogenous growth" . *Journal of Political Economy* 98, pp 103-125.
- Beasley , M.S& Salterio.S 2001" The relationship between board characteristics and voluntary improvement in audit committee composition and experience", *contemporary accounting research* , vol 18 pp 539-570.
- Beiner S, Drobetz W, Schmid M M, & Zimmermann H, 2006 "An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation" *European Financial Management* 12 (2), pp 249–283.
- Bhagat ,S. & Black, B , 2000, " Board independence and long-term firm performance" working paper, University of Colorado.
- Bhagat, S.& Black B..2002, "The non-correlation between board independence and long-term firm performance». *Journal of Corporation Law* pp 231-274.
- Bhagat, S. & Black, B. 1999, "The uncertain relationship between board composition and firm value" , *Business Lawyer* N°54, pp 921-963.

- Bhagat, S. & Bolton, B., 2008, "Corporate governance and firm performance", *Journal of Corporate Finance*, vol 14, N°3, pp 257-273.
- Black, B S., Love, I & Rachinsky, A 2006, "Corporate Governance and Firms' Market Values: Time Series Evidence from Russia". *Emerging Markets Review*, Vol. 7, pp. 361-379
- Brown, L D. & Caylor L M, 2004, "Corporate governance and firm Performance" Georgia State University working paper.
- Brickley, J.A., Coles, J.L. & Jarrell, G., 1997, "Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board", *Journal of Corporate Finance*, vol 3, pp 189-220.
- Burton P, 2000, "Antecedents and Consequences of Corporate Governance Structures Corporate Governance" *An International Review* 8 (3), pp194–203.
- Byrd, J.W & Hickman, K.A., 1992., "Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids" *Journal of Financial Economics* 32, pp 195– 221.
- Cannella, A. & Lubatkin, M., 1993, "Succession as a sociopolitical process: Internal impediments to outsider succession", *Academy of Management Journal*, vol 36, pp 763-793.
- Carapeto, M, Lasfer, M & Machera, K, 2005, "Does Duality Destroy Value?" Cass Business School Research Paper.
- Carter, D.A, Simkins, B.J. & Simpson, W.G, 2003, "Corporate governance, board diversity, and firm value", *The Financial Review*, Vol.38, pp.33-53.
- Charreaux G, 1993, "Conseil d'administration et pouvoir dans l'entreprise". Working Paper université de Bourgogne.

- Chen, J.P., Charles, & Jaggi, B. L. 2000 “The Association between independent nonexecutive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong “. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(4-5), pp.285-310.
- Coles, J.L , Daniel N. D & Naveen , L , 2005, “ Boards: Does one size fit all?” Arizona State University - Finance Department , Purdue University and Purdue University .
- Core, J.E. & D.F. Larcker, 2002, “ Performance consequences of mandatory increases in executive stock ownership” , *Journal of Financial Economics* 64(3), pp 317-340.
- Dalton D.R., C.M. Daily, J.L. Johnson & A.E. Ellstrand, 1999 , “Number of directors and financial performance: a meta-analysis”, *Academy of Management Journal*, vol.42, n°6,p.674- 686.
- Davidson , W.N, Pilger.T & Szakmary. A 1998 “golden parachutes, board and committee composition and shareholder wealth “ *The financial review* pp 17-32
- Ehrhadto. O. & Nowake . E , 2002 , “ Private benefits and Minority Shareholder Expropriation. Empirical Evidence from IPOs of German Family-owned firms “, Working Paper, Humboldt University and Goethe University.
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. 1983,”Agency problems and residual claims”. *Journal of Law and Economics*, 26(2): pp 327-49.
- Farrell , K.A. & Hersch, P, 2005, “Additions to corporate boards: the effect of gender”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.11, pp.85- 106.
- Godard L & A. Shatt; 2004, “Caractéristiques et fonctionnement des d’administration français : Un état des lieux», Cahier du FARGO, n° 104020, février.
- Godard L.,2002, “La taille du conseil d’administration : déterminants et impact sur la performance”, *Revue Sciences de Gestion*, 33, pp.125-148.

- Hermalin B & Weisbach M, 1991, "The effects of board composition and direct incentives on firm performance" *Financial Management* 20 pp 101-112.
- Holderness, C. G., & Dennis P ,1988, "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations." *Journal of Financial Economics* 20: pp 317-46.
- Jensen , M.C.& Meckling ,W.H, 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* pp.305-360.
- Jensen, M.C.1993 ,"The modern industrial revolution, exit the failure of internal control systems". *Journal of Finance*, vol 48(3), pp 831-880.
- Kang. E, Ding D.K & Charoenwong. C, 2009, "Investor reaction to women directors", *Journal of Business Research*, (fortcoming)
- Kaymak, T. & Bektas , E, 2008, "East meets west? Board characteristics in an emerging market: Evidence from Turkish Banks", *Corporate Governance*, vol 16, N°6, pp 550-561.
- Kennedy. P 1985, "A guide to econometrics", Basil Blackwell, Southampton.
- Kiel, G .C & Nicholson, G .J, 2003, " Board Composition and Corporate Performance: how the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance Corporate Governance" *An International Review* 11 , pp 189–205.
- Klein, A. 1998 "firm performance and board committee structure" *journal of law and economics* Vol 41 pp 275-303.
- Klein, A. 2002, "Audit committee, board of director characteristics, and earnings management". *Journal of Accounting and Economics* 33 pp 375-400.

- Kochan, T., Bezrukova, T.K, Ely R., Jackson S., Joshi A., Jehn K., Leonard J., Levine D. & Thomas D., 2003, “The effects of diversity on business performance: Report of the Diversity Network”, *Human Resource Management*, Vol.42, N°1, pp3-21.
- Kor, Y.Y. & Misangyi, V.F., 2008, “Outside directors industry-specific experience and firm’s liability of newness” , *Strategic Management Journal*, vol 29, N°12, pp 1345-1355
- Labelle R. et B. Raffournier, 2000, “Conseil d’administration et gouvernement d’entreprise : une comparaison internationale”, *La Revue du Financier*, n°127, pp.18-28.
- Lau, J., Sinnadurai, P. & Wright, S., 2009, “Corporate governance and chief executive officer dismissal following poor performance: Australian evidence”, *Journal of Accounting and Finance*, vol 49, pp 161-182.
- Lee, C.I., Rosenstein, S., Rangan, N. & Davidson, W.N., 1992, “Board composition and shareholder wealth: the case of management buyouts”. *Journal of Financial Management* 21, pp 58– 72.
- Lefort, F. & Urzua, F., 2008, “Board independence, firm performance and ownership concentration: Evidence from Chile”, *Journal of Business Research*, vol 61, pp 615-622.
- Linck, J., J. Netter, & Yang T., 2006, “A large sample study on board changes and determinants of board structure”, Working Paper, University of Georgia.
- Mak, Y T & Kusnadi Y, 2005, “Size really matters: further evidence on the negative relationship between board size and firm value,” Working Paper, Pacific-Basin Finance Journal 13 pp 301– 318
- Mc Daniel.J ,1989, “How Professional Organizations Work : Implications for School Organization and Management “, dans T. J. serGio- vanni et J. H. moore, *Schooling for Tomorrow*, Boston, Allyn and Bacon, pp 330-355.

- Myers S.C., 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5, pp. 147-175
- Odegaard, B A & Bohren, O , 2004, "Governance and Performance Revisited" ECGI – Finance Working Paper No. 28/2003; EFA Annual Conference Paper No. 252.
- Omri .A , M’hamid .I &Hachana .R , 2011, “diversité genre dans le conseil d’administration et performance des entreprises tunisiennes cotées” *global journal of management and business research*.
- Pincus, K, Rusbarsky. M et Wong .J 1989 “voluntary formation of corporate audit committee among NASDAQ firms” *journal of accounting and public policy* Vol 8 pp239-265.
- Provan, K.G, 1980, “Board Power and organizational effectiveness among human service agencies”, *Academy of Management Journal*, N°23, pp221-236.
- Rachdi .H&El Gaied .M, 2009, l’impact de l’indépendance et de la dualité du conseil d’administration sur la performance des entreprises “, *Revue libanaise de gestion et d’économie* pp 129-141.
- Rose, C, 2007, “Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence”, *Corporate Governance*, Vol.15, N°2, pp.404-413.
- Sarkar, J. & Sarkar, S., 2009, “Multiple board appointments and firm performance in emerging economies: Evidence from India”, *Pacific-Basin Finance Journal*, vol 17, pp 271- 293.
- Schiehl, E. & Bellavance, F., 2009, “Boards of directors, CEO ownership, and the use of non-financial performance measures in the CEO bonus plan”, *Corporate Governance: An International Review*, vol 17, N°1, pp 90-106.

- Shrader, C.B., Blackburn U.B., & Iles, P., 1997, “Women in management and firm financial performance: An exploratory study”, *Journal of Managerial Issues*, Vol.11, N°3, pp355-372.
- Singh J, 2008, “ Tight Rope Walk at Tata Steel : Balancing Profits and CSR” , *South Asian Journal of Management*, vol.15, n° 1.
- SridharanU.V. & Marsinko. A., 1997, “CEO duality in the paper and forest products Industry”, *Journal of Financial and Strategic Decisions*, vol 10, N°1, pp 59-65.
- Tuggle, C.R., Reutzel, C.R. & Bierman, L., 2008, “CEO duality and board attention to monitoring and control”, *Academy of Management Proceedings*, pp 1-6
- Turner, J. L., Sennetti, J. T,2001, “ Post-audit restatement risk and audit firm size”. *Journal of Forensic Accounting* 2 (1) pp 67-94.
- Vafeas, N. & Theodorou, E ,1998, “The relationship between board structure and firm performance in the UK” *The British Accounting Review*, 30, pp. 383-407.
- Vafeas . N,1999, “board meeting and firm performance “ *journal of financial and economics*”, Vol 53, pp113-142
- Vafeas. N, 2003, “Length of board tenure and outside director independence”, *Journal of business finance and accounting*, vol. 30, issue 7-8, pp. 1043-1064.
- Weir, C. & D. Laing , 2002, “ Internal and external governance mechanisms: Their impact on the performance of large UK public companies” , *Journal of Business Finance and Accounting* pp 579-611.
- Wu ,Y2000, “ Honey, CalPERS shrunk the board” working paper, university of Chicago.
- Zahra, S.A. & Pearce, J.A., 1989, “Boards of directors and corporate Financial Performance: A Review and Interactive Model”, *Journal of Management*, Vol.15, N°2, pp 291-334.

- Zahra, S.A. & Stanton, W, 1988, “The implications of board of directors composition for corporate strategy and performance”, *International journal of management*, Vol.5, N°2, pp229-236.
- Zéghal. D, Marrakchi.S & Fourati .Y 2006 “ impact de la structure de propriété et de l’endettement sur les caractéristiques du conseil d’administration “ Working Paper 27 congrès de l’AFC

ANNEXE

Tableau 1 statistiques descriptives

partie A : variables continues

Variables	N	Mean	Median	Maximum	Minimum
ROA	104	0.04980	0.04492	0.19204	-0.1640
ROE	104	0.08809	0.10392	0.32783	-1.0603
Q Tobin	104	1.80065	1.45634	4.27632	0.97064
IND_CA	104	0.48976	0.50000	0.81818	0.00000
TAI_CA	104	9.5576	10.0000	12.0000	6.00000
TAI_AUD	104	3.1057	3.00000	4.000000	2.00000
IND_AUD	104	0.19471	0.00000	0.750000	0.00000
FREQ_REU	104	1.3173	1.00000	2.00000	1.00000
DIV_CA	104	0.0157	0.00000	0.16667	0.00000
TAI_FIRM	104	7.6854	7.7346	9.1233	6.1162
DEBT_FIRM	104	0.50000	0.47204	1.6766	0.0923

ROA : Rentabilité de l'entreprise (Return On Assets)

ROE : rendement des capitaux propres(Return on Equity)

Q Tobin : Q de tobin

IND_CA : indépendance des membres du conseil D'administration.

TAI_CA: taille du conseil d'administration.

TAI_AUD : taille comité d'audit

IND_AUD: indépendance du comité d'audit

FREQ_REU : fréquence de réunion du CA

DIV_CA : diversité du conseil d'administration

TAI_FIRM : taille de la firme.

DEBT_FIRM : ratio d'endettement

Tableau 5.1 statistiques descriptives

partie B : variables dichotomiques

Cumul des fonctions*

	Fréquence	Pourcentage
séparation des fonctions	41	39,4
cumul des fonctions	63	60,6
Total	104	100,0

* cumul des fonctions du président du conseil et du directeur générale

Correlation									
Probability	IND_CA	TAI_CA	CUM_FON	TAI_AUD	IND_AUD	FREQ_RE U	DIV_CA	TAI_FIRM	DEBT_FIR M
IND_CA	1.000000 -----								
TAI_CA	0.025900 0.7941	1.000000 -----							
CUM_FON	-0.19692** 0.0451	0.062584 0.5280	1.000000 -----						
TAI_AUD	-0.158180 0.1088	-0.18776** 0.0563	-0.46733*** 0.0000	1.000000 -----					
IND_AUD	0.068523 0.4895	0.097816 0.3232	-0.108997 0.2707	0.35828*** 0.0002	1.000000 -----				
FREQ_REU	-0.114202 0.2484	-0.082947 0.4025	-0.42234*** 0.0000	0.53861*** 0.0000	-0.045962 0.6431	1.000000 -----			
DIV_CA	-0.148890 0.1314	0.18472** 0.0605	-0.19541** 0.0468	0.35445*** 0.0002	0.32915*** 0.0006	0.095746 0.3336	1.000000 -----		
TAI_FIRM	-0.045878 0.6438	0.022572 0.8201	0.050840 0.6083	-0.089293 0.3674	0.19770** 0.0442	0.113197 0.2526	0.077281 0.4355	1.000000 -----	
DEBT_FIRM	0.108508 0.2729	0.244370*** 0.0124	0.042915 0.6653	0.044491 0.6538	0.143965 0.1448	-0.058762 0.5535	0.005063 0.9593	-0.17160* 0.0815	1.000000 -----

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

** la corrélation est significative au niveau de 5%

* la corrélation est significative au niveau de 10%

Tableau 5.5 Analyse de l'hétéroscédasticité des erreurs

	Régression 1 (ROA)	Régression 2 (ROE)	Régression 3 (Q de Tobin)
N	104	104	104
R_2	0.6455	0.4476	0.6255
$W = N * R_2$	67.132	46.55	65.052
$X^2(\alpha=5\%)$	73.401	73.401	73.401
Résultat	Absence d'hétéroscédasticité	Absence d'hétéroscédasticité	Absence d'hétéroscédasticité