



GOVERNANCE D'ENTREPRISE ET PERTINENCE DES BENEFICES COMPTABLES: UNE ETUDE D'ASSOCIATION

N° d'attribution 20050014

Auteur à contacter : Fatma Ben Slama

Fonction : Assistante à la Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et de Gestion de Jendouba

Adresse : Faculté des Sciences Juridiques, économiques et de gestion de Jendouba, avenue du maghreb arabe 8189 Jendouba. Tunisie.

Téléphone : 00216 97 531 304.

Fax : 00 216 78 601 176

Adresse électronique : benslama_fatma@yahoo.fr

Co-auteurs :

Hamadi Matoussi

Fonction : Professeur à l'Institut Supérieur de Comptabilité et d'Administration des Entreprises.

Adel Karaa

Fonction : Maître assistant à l'Institut Supérieur de Gestion de Tunis.

GOVERNANCE D'ENTREPRISE ET PERTINENCE DES BENEFICES COMPTABLES: UNE ETUDE D'ASSOCIATION

Résumé : *Cette étude vérifie l'effet de la gouvernance d'entreprise sur la pertinence des bénéfices. La gouvernance est synthétisée en six axes. Leur introduction dans l'association bénéfices-rendements d'un échantillon américain montre un effet significatif de la gouvernance sur la pertinence.*

Mots-Clés : *Système de Gouvernance, pertinence des bénéfices, Etude d'association.*

Abstract : This paper studies the effect of governance in the earnings' informativeness. Governance is synthesised in six axes. These axes are used as explanatory variables in the earnings-returns association of an american sample. Results show a significant effect of governance on informativeness.

Key words: *Governance, Earnings' informativeness, Association study*

1. Introduction

Ce papier de recherche présente les résultats d'une étude qui porte sur l'analyse de l'effet des mécanismes de gouvernance de l'entreprise sur la pertinence des bénéfices comptables. D'un point de vue théorique, l'étude d'une telle relation trouve ses origines dans la théorie de l'agence. Selon Shleifer et Vishny (1997) *"le problème d'agence est un élément essentiel de la prétendue vision contractuelle de la firme, développée par Coase (1937), Jensen et Meckling (1976) et Fama et Jensen (1983). L'essence du problème d'agence est la séparation entre le management et le financement, ou, en termes plus standards, de la propriété et du contrôle"*.

Fan et Wong (2002) estiment que la relation d'agence suppose, d'une part, que les dirigeants contrôlent les politiques de reporting, qu'ils sont 'perçus' comme ayant de fortes motivations opportunistes nuisibles aux intérêts des actionnaires¹ et d'autre part, que le marché, censé être efficient, s'attend à de tels comportements. Plus précisément, il prévoit que les chiffres comptables publiés, ne reflètent pas la réalité économique de la firme et traduit ceci via les cours boursiers. De telles 'perceptions' sont, selon Warfield et al. (1995), Gabrielsen, Gramlich et Plenborg (1997), Fan et Wong (2002), Nagy, Norris et Riley (1999) Jung et Kwon (2001) de nature à réduire la crédibilité des résultats comptables publiés. Par conséquent, elles affectent "la pertinence de ces bénéfices" qui se traduit par le degré d'association entre les bénéfices comptables et les rendements boursiers.

Face à l'opportunisme du manager, censé détenir le pouvoir de décision, et compte tenu des risques encourus par les actionnaires, apporteurs de capitaux, la gouvernance d'entreprise traite des relations de pouvoir et d'influence entre coalitions à l'intérieur de l'entreprise (Bilimoria, 1997 ; Davis et Thompson, 1994). La gouvernance d'entreprise peut être définie comme l'ensemble des institutions, pratiques et règles élaborées pour empêcher l'éviction des investisseurs étrangers par des "initiés", tels que les directeurs, entrepreneurs ou les actionnaires dominants (Berle et Means, 1932). Ses mécanismes externes étant insuffisants, des mécanismes internes² tels que le conseil d'administration (Fama; 1980, Vafeas; 2002), les comités de compensation (Klein; 2000), les comités de nomination (le rapport Cadbury; 1992) les comités d'audit (la commission Treadway; 1987, le rapport Marini; 1996...), l'audit externe (Jensen et Meckling; 1976), la concentration de la propriété (Mc Connell et Servaes; 1990), l'actionnariat des dirigeants (Warfield et al.;1995, Gabrielsen et al.; 1997, Fan et Wong; 2002), l'existence d'investisseurs de référence (Defond et Jiambalvo; 1991, Jung et

Cet opportunisme prend la forme soit d'une expropriation des investisseurs, soit d'une mauvaise allocation des ¹ ressources de la société

.Les auteurs ou références cités pour chaque mécanisme sont à titre indicatif et non limitatif ²

Kwon; 2001) et l'actionnariat des institutionnels (Jung et Kwon; 2001, Gillan et Starks; 2001) sont prévus pour tenter d'empêcher l'éviction des investisseurs par 'les initiés'.

D'un point de vue pratique, le débat sur les relations entre actionnaires et dirigeants a pris de l'ampleur suite à l'écllosion de quelques scandales dans l'utilisation des fonds de l'entreprise à des fins discrétionnaires, tels que l'affaire Enron ou Worldcom. Ces scandales ont semé des doutes quant à l'efficacité des systèmes de gouvernance de ces entreprises et ont orienté les recherches vers l'analyse de l'appréciation de tels mécanismes par le marché. D'une part, le bénéfice comptable étant le chiffre qui renseigne le plus sur la performance de l'entreprise (Dumontier et Labelle, 1998; Beaver, 1989), sa pertinence pour les investisseurs indique le niveau de crédibilité qu'ils attribuent à un pareil chiffre comptable. D'autre part, la gouvernance d'entreprise étant la principale garantie pour l'investisseur quant à la crédibilité et la fiabilité des chiffres publiés par l'entreprise (Genavre, 1998; McKinsey et Co, 2000; Kirschenheiter et Melumad; 2002), plusieurs recherches antérieures ont montré que certains mécanismes de gouvernance mis en place par l'entreprise affectent largement la pertinence de ses bénéfices comptables pour les investisseurs. De telle sorte que, sous l'hypothèse de l'efficience des marchés, plus les investisseurs font confiance à ces mécanismes et à leur efficacité, plus ils croiront en la fiabilité des résultats divulgués et plus ils prendront en considération les chiffres comptables dans leur processus de décision. Par conséquent, la pertinence, approchée à travers l'association entre les bénéfices comptables et les rendements boursiers, augmente (Warfield et al., 1995; Gabrielsen et al., 1997; Fan et Wong, 2002; Nagy et al., 1999 Jung et Kwon, 2001).

Cependant, les recherches antérieures se sont limitées à l'étude de quelques mécanismes de gouvernance³, indépendamment des autres, en ignorant l'interdépendance du système de gouvernance de l'entreprise. Ceci nous incite à réexaminer la question. D'où, la problématique centrale de notre recherche qui s'articule autour de l'existence d'un éventuel effet du système de gouvernance de l'entreprise sur la pertinence de ses bénéfices comptables pour les investisseurs, approchée à travers l'association bénéfices-rendements.

Notre objectif consiste alors à identifier l'effet des mécanismes internes de gouvernance, tels que la structure de propriété, la structure du conseil et des comités, sur la perception des bénéfices comptables par les investisseurs boursiers américains.

Pour réaliser cet objectif, une approche originale est adoptée : dans une première étape la gouvernance est approchée à travers une analyse factorielle non linéaire. Ensuite, et afin de

³ Ces mécanismes sont principalement le niveau de propriété managériale, la structure du conseil d'administration, l'horizon des managers et la séparation entre les droits de vote et les droits aux cash flows.

tester notre principale relation (gouvernance-pertinence), un modèle de régression des rendements boursiers sur les bénéfices comptables et les variables de gouvernance est utilisé sur un échantillon de sociétés américaines de *Fortune 500*.

La suite de notre article est organisée comme suit. La section II décrit le développement des hypothèses de la recherche. La section III résume les données et le contexte. La section IV présente la mesure des concepts de la gouvernance et de la pertinence. La section V comporte le modèle adopté dans le cadre de la validation empirique. La section VI discute les résultats. Finalement, la section VII conclut le papier.

2. Revue de la Littérature et Développement des Hypothèses

Les études antérieures sur la relation gouvernance-pertinence ont étudié certains mécanismes de gouvernance tels que: la propriété managériale, la structure du conseil d'administration, l'horizon des managers et la séparation entre les droits de vote et les droits aux cash flows.

À notre connaissance, Warfield, Wild et Wild (1995) sont les premiers ayant établi la liaison entre le niveau de propriété des managers et la pertinence. Ils considèrent qu'une faible propriété managériale crée une demande en contraintes contractuelles comptables qui atténue la capacité des bénéfices à refléter la réalité des faits. Ainsi, plus le niveau de propriété managériale augmente, plus les intérêts convergent. Par contre, Gabrielsen et al. (1997) montrent un enracinement des managers danois qui s'accroît au fur et à mesure que leur niveau de propriété managériale augmente.

Dans le contexte Coréen, Jung et Kwon (2001) ont montré que, dans la plupart des cas, l'effet de la propriété du premier majoritaire, des investisseurs institutionnels et des blockholders sur la pertinence est positif et significatif.

Selon Fan et Wong (2002), la forte concentration de la propriété ainsi que la grande séparation entre la propriété et le contrôle affectent la pertinence. D'où, des niveaux élevés de droits de vote entre les mains de l'actionnaire principal sont associés à une asymétrie informationnelle et à une faible pertinence.

Francis, Schipper et Vincent (2002) concluent que pour les sociétés dont les structures de capital sont à classe unique, les bénéfices sont plus pertinents que les dividendes. Alors que pour les sociétés dont les structures sont à double classe, la pertinence des deux variables est équivalente.

Selon Nagy et al., (1999), la pertinence augmente significativement lorsque le ratio propriété des managers/ leur rémunération annuelle augmente pour des sociétés dont le % de propriété des managers ne dépasse pas les 5%.

Pour Vafeas (2002), la composition du conseil n'a aucun effet sur la pertinence alors que les bénéfiques des sociétés à petits conseils sont mieux valorisés par le marché.

Selon la littérature antérieure, plusieurs variables de gouvernance affectent la pertinence des bénéfiques. Cependant, ces études n'ont pas essayé de dégager l'effet simultané de certaines variables de gouvernance. Dans le cadre de notre analyse, nous essayons de faire face à ce problème. Ceci nous conduit à formuler notre hypothèse:

H₀: Les caractéristiques du système de gouvernance de l'entreprise affectent significativement la pertinence de ses bénéfiques comptables.

3. Echantillon et Contexte

Notre étude porte sur un échantillon initial de 500 sociétés américaines de grande taille de la liste *Fortune 500*. De cet échantillon initial, les sociétés dont les données sur les variables de gouvernance ou les variables financières ne sont pas disponibles ont été exclues de l'étude. Par conséquent, l'échantillon final comporte 320 sociétés et couvre une période de 8 années (1994-2001). Les données comptables et les données relatives aux variables de gouvernance ont été collectées de la base de données edgarscan. Les données boursières ont été extraites de la base de données yahoofinances. Les sociétés de notre échantillon appartiennent à 11 secteurs différents (voir Tableau 1).

Tableau 1: Répartition Sectorielle de l'échantillon

Secteur	Nbre d'entreprises	% de l'échantillon
financier	12	3,75
Energie	20	6,25
Transport	8	2,5
santé	18	5,62
Services	56	16,25
Consommation	40	12,5
Production	55	17,18

Papier et publication	15	4,68
Technologie	34	10,62
Chimie	12	3,75
Vente en gros et en détail	50	15,62

4. Mesure des Concepts de Gouvernance et de Pertinence

Notre étude porte sur deux principaux concepts: la gouvernance et la pertinence. Ces deux concepts ont été largement étudiés par la littérature antérieure. En nous inspirant de ladite littérature, nous essaierons de leur trouver un ou plusieurs proxy.

4.1 La Pertinence des Bénéfices Comptables

D'un point de vue normatif, la pertinence est considérée comme l'un des critères de qualité de l'information comptable ou l'une des caractéristiques qualitatives décrites dans le SFAC 2 et dans la norme internationale IAS 1⁴. Empiriquement, Barth, Beaver et Landsman (2001) considèrent qu'un nombre comptable est valeur-pertinent (value relevant) s'il a une association avec la valeur marchande de la société qui l'a publié. Dans ce sens, les recherches antérieures ont approché la pertinence à travers l'association entre les bénéfices comptables et les rendements boursiers. Le coefficient de réponse du bénéfice dégagé de cette régression constitue la mesure de "l'informativeness" ou la pertinence des bénéfices.

En effet, l'hypothèse de l'efficience des marchés se base sur la rationalité de l'investisseur. Elle considère que ce dernier achète et vend les titres en fonction des informations dont il dispose. Nous estimons dans notre recherche que le système de gouvernance de l'entreprise peut constituer un élément essentiel qui façonne les perceptions des investisseurs. Dans ce sens, Scott (1997) estime que ce qui amène le prix du marché à "refléter convenablement" l'information publique disponible est le comportement des "investisseurs informés". Ces derniers luttent pour obtenir et traiter l'information en vue de prendre de bonnes décisions.

⁴."Cité par Cormier (2001) "Comptabilité Anglo-saxonne et internationale"

Un examen de la littérature antérieure, nous a permis de choisir la variable rendement boursier plutôt que le prix boursier (Dumontier et Labelle, 1998) et la variable bénéfice par action, plutôt que la variation du bénéfice⁵, qui apparaît mieux adaptée au contexte des Etats Unis.

Le modèle utilisé découle d'une première approche qui considère que la valeur de marché de l'entreprise est reliée à sa valeur comptable (Easton et Harris; 1991). De cette façon, tout changement de la valeur comptable doit être relié à un changement dans les prix boursiers. Par conséquent, on obtient l'équation suivante, qui régresse les bénéfices comptables sur les rendements boursiers et qui sera utilisée dans la validation empirique :

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{EPS_{it}}{P_{i(t-1)}} + V_{it}$$

R_{it} : Les rendements ajustés de l'entreprise i pour l'année t .

EPS_{it} : Les bénéfices par action de l'entreprise i pour l'année t .

$P_{i(t-1)}$: Le cours boursier de début de période pour l'année t .

V_{it} : Le terme d'erreur du modèle pour l'année t .

Les recherches antérieures évaluent la pertinence en se référant au coefficient de réponse du bénéfice dégagé de la régression précédente. Ainsi, α_1 mesure l'effet d'une unité de bénéfice sur les prix boursiers. Si un effet de la gouvernance sur la pertinence existe, il se manifeste en un effet positif ou négatif sur le coefficient de réponse du bénéfice (Warfield et al.; 1995, Gabrielsen et al.; 1997; Fan et Wong; 2002, Vafeas 2002; Jung et Kwon; 2001, Francis et al.; 2002, Vafeas; 2002...). Le tableau 2 comporte les statistiques descriptives de ces variables.

Tableau 2 : Statistiques Descriptives des Variables Comptables et Boursières

	Minimum	Maximum	Moyenne	Variance
Capitalisation boursière	3295330,3	9,86. (10 ¹⁵)	4,03. (10 ¹²)	8,94. (10 ²⁰)
Book-to-Market	-0,48	125,00	0,3327	21,427
Endettement	0,00	223,00	1,0390	8,04990
Rendements	-1,00	1,56	0,018	1,52(10 ¹⁸)
Bénéfices par action	-139.91	176.46	2.313	68.5584

4. 2 La Gouvernance d'entreprise : Description et Analyse Factorielle Non Linéaire

⁵ Le R^2 trouvé par Easton et Harris (1991), et Kothari (1992), respectivement de 7,5%, 15% pour le niveau des bénéfices, par rapport à 4%, 11% pour le changement des bénéfices.

Généralement, les études antérieures se concentrent sur l'étude d'un seul aspect de gouvernance, tels que le niveau de propriété managériale (Warfield et al., 1995, Gabrielsen et al., 1997...), la structure de propriété (Jung et Kwon; 2001) ou bien la structure du conseil d'administration (Vafeas; 2002). Mais, comme nous l'avons précisé auparavant, ces variables devraient être considérées d'une manière interdépendante afin d'avoir une approximation plus 'fidèle' et plus 'précise' de la gouvernance d'entreprise.

4. 2. 1 Définitions des Variables et Descriptions

La gouvernance d'entreprise est un concept très large qui sera approché à travers un ensemble de variables relatives à la structure de propriété, au conseil d'administration et aux comités.

La structure de propriété englobe les variables relatives au niveau de propriété managériale, propriété du directeur exécutif, propriété des institutionnels (Gillan et Starks, 2001; Chidambaran et John, 2000) et propriété du premier majoritaire (Jung et Kwon, 2001).

En effet, la propriété managériale et celle du directeur exécutif (manager, directeurs, administrateurs...) sont supposées affecter leur comportement en termes de divergence (Aboody et Kasznick, 2000; Dedman, 2000; Beasley, 1996; Yermack; 1997) ou de convergence (Berle et Means, 1932; Williamson, 1964; Jensen et Meckling, 1976; Morck et al., 1988) des intérêts. Le niveau de propriété des institutionnels et du premier majoritaire reflètent le niveau de concentration de la propriété. Cette dernière est soit un mécanisme de protection des actionnaires minoritaires (Shleifer et Vishny, 1997; Jung et Kwon, 2001; Gillan et Starks, 2001; Chidambaran et John; 2000; Hobbs 2000; Davis et Thompson; 1994), soit une manière d'expropriation de ces derniers (Romano, 2000; Coffee, 1991).

L'ancienneté du dirigeant, approximée à travers le nombre d'années passées à la tête de l'entreprise est soit liée à une convergence des intérêts, soit à un enracinement de ce dernier (Geddes et Vinod, 1998; Gomez-Mejia et al., 2001; Booz Allen Hamilton, 2002).

L'analyse du conseil d'administration repose sur l'étude de son indépendance du manager, de son efficacité et de son activité. L'indépendance est approchée à travers, d'une part, le nombre des indépendants du conseil (John et Senbet 1998; Klein 2000; Vafeas 2002), d'autre part, à travers la dualité du manager⁶ (Fama et Jensen 1983; le rapport Cadbury 1992; le rapport Marini 1996). L'efficacité du conseil se base sur sa taille (Vafeas 2002), son activité est approchée par le nombre de ses réunions annuelles (Agrawal et Knoeber 1996; Beasley 1996). Le dernier ensemble de variables est : les comités de nomination, de compensation et d'audit. Pour les deux premiers, leur existence nous renseigne sur l'indépendance et l'objectivité de la

⁶ La dualité est approximée à travers la séparation ou non entre les fonctions de manager et de membre du conseil.

nomination et de la compensation dans l'entreprise. Ce sont de bons mécanismes de gouvernance s'ils sont indépendants de l'influence du manager. De plus, leur efficacité est approximée à travers le nombre de leurs réunions annuelles. Pour le comité d'audit, les aspects étudiés sont: l'indépendance (le nombre des indépendants) l'efficacité (la taille), l'activité (le nombre des réunions annuelles) et enfin l'existence ou non d'une charte qui fixe les missions de ses membres. Une dernière variable relative à l'audit externe est la réputation de l'auditeur (Big 6 ou non) pour avoir une idée sur la qualité de ses services.

Le panel A du tableau 3 résume les statistiques descriptives des variables quantitatives de gouvernance. Le panel B présente les statistiques descriptives des variables nominales.

Tableau 3: Statistiques Descriptives des Variables de Gouvernance

Panel A: Variables Quantitatives					
Variabiles	N. d'observations	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart-type
Propriété du Premier Majoritaire	2428	0,00	0,83	0,1105	0,11749
Propriété managériale	2431	0,00	0,98	0,1003	0,14484
Propriété du CEO	2432	0,00	0,79	0,0448	0,09737
Propriété Institutionnelle	2479	0,00	0,5340	0,4124	3,03138
Taille du conseil	2435	4,00	23,00	10,5684	2,88291
Ancienneté du dirigeant	2427	0	43	8,2410	7,62691
Nbr des independants du conseil	2434	0	20	8,0768	2,90518
Réunions du conseil	2434	0	30	7,0555	2,76654
Taille du comité d'audit	2436	1	53	4,1892	1,70514
% des independants du comité d'audit	2415	0	1	0,9506	0,16688
Réunions de l'Audit	2435	0	15	3,6579	1,63618
Réunions du comité de Nomination	2437	0	15	1,1769	1,75708
Réunions du comité de compensation	2424	0	36	4,1122	2,60919

Structure de propriété et ancienneté du dirigeant : pour 23% des sociétés, il n'existe pas d'actionnaire majoritaire. La moyenne est de 11,05% pour tout l'échantillon avec un écart type de 0,11749 (tableau 3).

6,9% des sociétés sont des firmes purement managériales, là où il existe une réelle séparation entre la propriété et le management. Dans plus de 50% des sociétés, cette part ne dépasse pas les 4%. En moyenne, elle est de l'ordre de 10,03% et d'un écart type de 0,14484.

La propriété du directeur exécutif est d'une moyenne de 4,48% et d'un écart type de 0,09737. Pour plus de 60% des sociétés, la part de propriété du manager ne dépasse pas les 1%. Ce qui renforce l'idée que la plupart des sociétés de notre échantillon sont des firmes managériales.

On note aussi, qu'en moyenne, l'ancienneté du dirigeant est de 8,24 années (avec un écart type de 7,626).

La propriété des institutionnels est en moyenne de 41,24% avec un écart type de 3,03138. Pour plus que la moitié des sociétés, ce taux ne dépasse pas les 11%⁷,

La structure du conseil d'administration : la taille du conseil d'administration est en moyenne de 10,56 membres avec un écart type de 2,88291. Elle est relativement élevée comparée à la taille considérée optimale et qui varie entre 5 et 9 membres (Campos, Newell et Wilson; 2002). En effet, 34,9% des sociétés se situent dans l'intervalle optimal.

La majorité des sociétés de l'échantillon (79,9%) souffrent d'un problème de dualité. Le manager peut influencer l'efficacité du contrôle malgré les recommandations en la matière.

93% des conseils sont en majorité indépendants. Le nombre des indépendants varie entre 0 et 20 membres avec une moyenne de 8,0768 et un écart type de 2,90518.

Les conseils se réunissent en moyenne entre 7 et 8 fois par an avec un écart type de 7,66.

La Structure des comités de nomination et de compensation : 97,15% des sociétés de l'échantillon sont dotées de comités de compensation. Le manager se trouve impliqué seulement dans 3% de ces comités. Cependant, 5,3% de ces comités sont inactifs (0 réunion). La moyenne des réunions varie entre 4 et 5 par an, avec un écart type de 2,61.

50,43% des sociétés sont dotées de comités de nomination. Le manager est impliqué dans seulement 10,02% (la majorité est indépendante de l'influence du manager). Ces comités se réunissent en moyenne entre 1 et 2 fois par an (plus que 50% de ces comités sont inactifs).

L'audit : Toutes les sociétés de l'échantillon ont des comités d'audit. La moyenne des membres varie entre 4 et 5 administrateurs avec un écart type de 1,7051. 2% de ces comités, ne comportent aucun membre totalement indépendant et 88,2% sont structurellement indépendants avec une moyenne de 95,06% et un écart type de 0,16688. La moyenne des réunions varie entre 3 et 4 avec un écart type de 1,636. Ce nombre est compatible avec les recommandations de Price Waterhouse (1993) qui propose au moins 4 réunions par an. Seulement 37,8% de ces comités adoptent une charte qui fixe leurs missions. 87,1% des sociétés font recours à des cabinets Big 6 pour leur audit externe.

En effet, compte tenu du grand nombre des variables de gouvernance suggérées par la littérature, et de leur possible corrélation, on serait probablement plus efficace en les réduisant en un petit nombre de facteurs de gouvernance agrégés. A cet effet, nous utilisons une Analyse Factorielle Non Linéaire (AFNL), pour obtenir des axes factoriels reflétant des tendances de gouvernance. Ces axes permettront de restituer le plus fidèlement possible les relations entre les variables quantitatives et qualitatives.

⁷ Selon plusieurs auteurs, ceci est dû aux dispositions strictes en matière de propriété des institutionnels aux Etats-Unis.

4. 2. 2 Identification des Axes Factoriels

La construction des axes factoriels repose sur des associations significatives entre les modalités des variables initiales et les composantes factorielles. Au niveau de l'interprétation de chaque axe factoriel, ne seront considérées que les associations entre les modalités des variables initiales qui lui sont fortement corrélées ($> 0,4$).

Le tableau 4 fournit une récapitulation des résultats de l'analyse factorielle non linéaire.

Tableau 4 : Résultats de l'Analyse Factorielle Non Linéaire

Composition des Axes		Loadings
Axe 1: Efficacité et objectivité du contrôle des managers		
(+)	Taille du conseil	0,474
	Nombre des indépendants du conseil	0,516
	Existence du comité de compensation	0,846
	Existence du comité de nomination	0,846
	Réunions du comité de compensation	0,860
	Réunions du comité de nomination	0,860
	Taille du comité d'audit	0,495
	Nombre des indépendants du comité d'audit	0,486
(-)	Propriété managériale	-0,437
	Propriété du dirigeant	-0,475
Valeur propre = 4,730		
α de Cronbach = 0,830		
Axe 2: Concentration du pouvoir		
(+)	Comité de Compensation	0,417
	CEO dans le comité de compensation	0,520
	Comité de Nomination	0,417
	CEO dans le comité de nomination	0,520
	Niveau de propriété du dirigeant	0,411

(-)	Taille du conseil	-0,498
	Nombre des indépendants du conseil	-0,517
	Taille du comité d'audit	-0,567
	Nombre des indépendants du comité d'audit	-0,576
Valeur propre = 2,935		
α de Cronbach = 0,694		
Axe 3: concentration de la propriété		
(+)	Propriété du premier majoritaire	0,700
	Propriété Institutionnelle	0,953
Valeur propre = 1,860		
α de Cronbach = 0,487		
Axe 4: Implication du manager dans la nomination et la compensation		
(+)	CEO dans le comité de compensation	0,694
	CEO dans le comité de nomination	0,694
Valeur propre = 1,669		
α de Cronbach = 0,445		
Axe 5: Enracinement du manager		
(+)	Propriété du CEO	0,435
	Ancienneté du dirigeant	0,603
Valeur propre = 1,445		
α de Cronbach = 0,432		
Axe 6: Efficacité du contrôle financier interne		
(+)	Réunions du comité d'Audit	0,566
	Charte dans le comité d'audit	0,722
Valeur propre = 1,239		
α de Cronbach = 0,420		

La première colonne, comporte la composition des axes factoriels (1-6). La deuxième colonne, indique les "loadings" (corrélations entre les composantes et les variables initiales). La valeur propre présentée en dessous de chaque axe représente la valeur de la variance qu'il

explique. Les Alpha de Cronbach renseignent sur la fiabilité interne de chaque axe. Leur valeur étant supérieure à 0,4, les axes dégagés bénéficient tous d'une fiabilité interne et sont donc sensés traduire le construit dégagé par après.

4. 2. 3 Interprétation des axes factoriels

Le premier axe est associé positivement à la taille du conseil d'administration, au nombre de ses indépendants, à l'existence d'un comité de compensation et d'un comité de nomination ainsi qu'au nombre de leurs réunions respectives, à la taille du comité d'audit et au nombre de ses indépendants. Les composants de cet axe renvoient donc à une 'efficacité et une objectivité du contrôle' qui font face au pouvoir des managers puisqu'il est associé négativement au niveau de propriété managériale et à celui du directeur exécutif.

Le second axe est associé à l'existence des comités de nomination et de compensation avec les managers qui y sont impliqués ainsi qu'au niveau de propriété du directeur exécutif. Il indique une 'concentration du pouvoir entre les mains du manager'. Il est associé négativement avec l'efficacité du conseil et du comité d'audit et avec leur indépendance.

Le troisième axe englobe la propriété des institutionnels et la propriété de l'investisseur premier majoritaire. Il renvoie donc à 'la concentration de la propriété'.

Le quatrième axe est relatif à 'l'implication du manager dans la nomination et la compensation'.

Le cinquième axe inclut le niveau de propriété du directeur exécutif et le nombre d'années passées à la tête de l'entreprise, il renvoie donc à 'l'enracinement du manager'.

Le dernier axe est relatif au nombre de réunions du comité d'audit et à l'existence d'une charte dans ce comité. Il indique 'une efficacité du contrôle financier interne'.

La variable relative à la nature du cabinet d'audit externe n'a été retenue dans aucun des axes. Ceci peut s'expliquer par le fait que 87,1% des sociétés font recours à des cabinets Big 6 et donc la variance en termes de réputation des auditeurs n'est pas grande entre les sociétés.

5. Gouvernance et Pertinence : L'Association

5. 1 Présentation du modèle

L'analyse de l'effet de la gouvernance sur la pertinence est effectuée à travers une régression des rendements boursiers ajustés comme variable dépendante sur les variables indépendantes. Ces variables sont le bénéfice par action normé par le cours de début de période et une

interaction de cette même variable avec les six axes de Gouvernance. Le contrôle de la taille, du niveau d'endettement et du ratio book-to-market est estimé bénéfique pour l'analyse puisque ces variables sont considérées comme ayant un effet sur la pertinence des bénéfices.

L'analyse consiste donc à estimer le modèle suivant:

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{E_{it}}{P_{i(t-1)}} + \alpha_2 \frac{E_{it}}{P_{i(t-1)}} EfObC + \alpha_3 \frac{E_{it}}{P_{i(t-1)}} CPv + \alpha_4 \frac{E_{it}}{P_{i(t-1)}} CPr + \alpha_5 \frac{E_{it}}{P_{i(t-1)}} ImNC + \alpha_6 \frac{E_{it}}{P_{i(t-1)}} EnrM + \alpha_7 \frac{E_{it}}{P_{i(t-1)}} EfCFI + \alpha_8 \frac{E_{it}}{P_{i(t-1)}} End + \alpha_9 \frac{E_{it}}{P_{i(t-1)}} CB + \alpha_{10} \frac{E_{it}}{P_{i(t-1)}} B-to-M + \varepsilon_{it}$$

R_{it} : Le rendement ajusté pour l'année t.

E_{it} : Le bénéfice par action avant éléments extraordinaires de l'année t.

$P_{i,t-1}$: Le cours boursier de début de période.

$EfObC$: L'efficacité et objectivité du contrôle exercé sur les managers.

CPv : La concentration du pouvoir entre les mains du manager.

CPr : La concentration de la propriété.

$ImNC$: L'implication du manager dans la compensation et la nomination.

$EnrM$: Le niveau d'enracinement du manager.

$EfCFI$: L'efficacité du contrôle financier interne.

End : Le niveau d'endettement de la société estimé à travers les dettes totales sur les actifs totaux.

$B-to-M$: Le ratio Book-to-Market qui est égal à la valeur comptable des fonds propres divisée par la valeur de marché des fonds propres.

CB : La capitalisation boursière de la société qui constitue une mesure de sa taille.

ε_{it} : Le terme d'erreur du modèle.

On suppose que le terme d'erreur, ε_{it} , associé au modèle de régression, suit une loi normale multivariée qui se présente comme suit :

$$\varepsilon_{it} \rightarrow N(0, h_{it}^2)$$

En outre, la variance du terme d'erreur ε_{it} est supposée régie par un processus auto-régressif conditionnel ARCH⁸, tels que :

$$h_{it}^2 = \psi + \tau \varepsilon_{i(t-1)}^2$$

Ce modèle a pour principal objectif de tenir compte de l'hétéroscédasticité conditionnelle des résidus dans le temps.

Le paragraphe suivant expose les principaux résultats du modèle de régression.

⁸ Auto Regressive Conditional Heteroscedasticity

5. 2 Analyse des Résultats

Les résultats du modèle de régression sont dégagés suivant la méthode du maximum de vraisemblance (Gauss) et présentés dans le tableau 5. La deuxième colonne nous indique les paramètres relatifs à la constante et au coefficient de réponse des bénéfices. La troisième colonne comporte les paramètres indiquant le sens de l'effet des axes de la gouvernance sur la pertinence. Des coefficients positifs (négatifs) indiquent un effet positif (négatif) sur la pertinence des bénéfices. Dans les colonnes 4 et 5 sont cantonnés les coefficients relatifs respectivement aux variables de contrôle et au modèle ARCH.

Tableau 5: Estimation des Paramètres du Modèle de régression

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{E_{it}}{P_{i(t-1)}} + \alpha_2 \frac{E_{it}}{P_{i(t-1)}} \text{EFObC} + \alpha_3 \frac{E_{it}}{P_{i(t-1)}} \text{PowC} + \alpha_4 \frac{E_{it}}{P_{i(t-1)}} \text{OwnC} + \alpha_5 \frac{E_{it}}{P_{i(t-1)}} \text{ImCN} + \alpha_6 \frac{E_{it}}{P_{i(t-1)}} \text{MEnt}$$

$$+ \alpha_7 \frac{E_{it}}{P_{i(t-1)}} \text{EFCF} + \alpha_8 \frac{E_{it}}{P_{i(t-1)}} \text{Lev} + \alpha_9 \frac{E_{it}}{P_{i(t-1)}} \text{MC} + \alpha_{10} \frac{E_{it}}{P_{i(t-1)}} \text{B-to-M} + \varepsilon_{it}$$

$$h_{it}^2 = \psi + \tau \varepsilon_{it(t-1)}^2$$

Paramètres	Pertinence des bénéfices	Effet sur la pertinence	Variables de Contrôle	ARCH
Constante	0,1207***			
Coefficient de réponse des bénéfices	0,0333***			
Efficacité et Objectivité du Contrôle		0,0561***		
Concentration du pouvoir		-0,0442***		
Concentration de la propriété		-0,0071***		
Implication dans les comités		0,0476***		
Enracinement du manager		-0,0436***		
Efficacité du contrôle financier interne		-0,0245***		
Endettement			-4,0484***	
Capitalisation boursière			-1,3619***	
Book-to-Market			0,0001***	
ψ				-0,0052***
Γ				-0,0175***
Log L		- 1048,45		
Nombre d'observations		1967		

R_{it}: Le rendement ajusté pour l'année t. E_{it}: Le bénéfice par action avant éléments extraordinaires de l'année t. P_{i,t-1}: Le cours boursier par action au début de l'année t. EFObC: L'efficacité et objectivité du contrôle exercé sur les managers. CPV: La concentration du pouvoir entre les mains du manager. CPR: La concentration de la propriété. ImNC: l'implication du manager dans la compensation et la nomination. EnrM: Le niveau d'enracinement du manager. EFCFI: L'efficacité du contrôle financier interne. End: Le ratio des dettes totales sur les actifs totaux. B-to-M: Le ratio Book-to-Market égal à la valeur comptable des fonds propres. CB: le log de la capitalisation boursière de la société qui constitue une mesure de sa taille. ε_{it}: Le terme d'erreur du modèle. ψ, Γ: Les paramètres relatifs au modèle ARCH. (***) , (**) , (*) Significativité au seuil de 1%, 5%, 10%.

L'examen du coefficient α_1 (tableau 5, colonne 2) permet d'évaluer l'intensité de la relation entre les bénéfices et les rendements. En effet, ladite association est positive et très significative au seuil de 1% ($\alpha_1 = 0,0333^{***}$) compte tenu des variables de gouvernance et des variables de contrôle. Ceci prouve que pour l'investisseur américain, le bénéfice comptable constitue un "signal optimal" qui dirige l'allocation des ressources sur les marchés de capitaux (Cormier; 2001). Les bénéfices constituent donc 'un instrument de valorisation des prix boursiers'. Ce coefficient s'interprète comme une mesure de l'effet d'une unité de bénéfice sur

les prix boursiers. Dans notre cas, la variation de 0,0333 unités de bénéfice est associée à la variation d'une unité des prix boursiers.

L'interprétation de l'effet de chaque axe sur la pertinence est fournie dans ce qui suit.

5. 2. 1 L'effet de l'Efficacité et l'Objectivité du Contrôle des Managers sur la Pertinence

Le coefficient relatif à l'efficacité et l'objectivité du contrôle des managers est positif et significatif au seuil de 1%. Ces caractéristiques amènent donc les investisseurs à mieux percevoir les bénéfices et à leur accorder plus de crédibilité lors de leurs décisions boursières.

Par conséquent, l'investisseur américain est plus confiant envers les bénéfices d'une société caractérisée par une efficacité et objectivité de son contrôle. Ceci peut constituer une assurance quant à la préservation de ses intérêts contre l'opportunisme des dirigeants.

L'association négative de cet axe avec la propriété du directeur exécutif et la propriété managériale indique qu'il constitue une protection contre le pouvoir des propriétaires internes. Il aide à la résolution des conflits d'agence et à la convergence des intérêts. En effet, Vafeas (2002) a montré que l'indépendance du conseil n'a pas d'effet significatif sur la pertinence. Par contre, nos résultats montrent que l'indépendance combinée avec d'autres facteurs synonymes d'efficacité et d'objectivité du contrôle, est appréciée par les investisseurs.

5. 2. 2 L'effet de la Concentration du Pouvoir entre les Mains du Manager sur la Pertinence

Le coefficient relatif à la concentration du pouvoir entre les mains des managers est négatif et significatif au seuil de 1% (-0,0442***). Ceci prouve que cette caractéristique est négativement perçue par les investisseurs. Elle signifie que le manager bénéficie d'opportunités énormes pour l'exercice de sa discrétion. Son enracinement par l'effet de sa propriété ainsi que son pouvoir sur la sélection des membres indépendants du conseil et sur la conception de sa propre rémunération, lui confèrent un pouvoir étendu sur les affaires de l'entreprise.

En outre, l'association négative de cet axe avec l'indépendance du conseil d'administration et du comité d'audit indique qu'il constitue une entrave à l'indépendance du contrôle.

En effet, la littérature antérieure concernant l'effet de la propriété managériale sur la pertinence est largement controversés. Dans ce sens, Warfield et al., (1995) et Jung et Kwon (2001) montrent un effet positif du niveau de propriété managériale sur la pertinence, alors que Gabrielsen et al., (1997) ainsi que Fan et Wong (2002) aboutissent à un effet négatif. Cependant, ces résultats sont critiquables puisqu'ils ne considèrent qu'un seul aspect de gouvernance en ignorant son interdépendance avec le reste des mécanismes.

Nous concluons que juger de l'effet positif ou négatif du niveau de propriété managériale sur la pertinence ne peut se faire sans une prise en considération d'autres mécanismes qui nous renseignent sur l'étendue du pouvoir des managers et sur l'aptitude du niveau de propriété du manager à atténuer ou à accentuer les problèmes d'agence.

5. 2. 3 L'effet de la Concentration de la Propriété sur la Pertinence

Les résultats montrent que le coefficient associé à la concentration de la propriété est négatif et significatif au seuil de 1% (-0,0071^{***}). Ceci renvoie à une appréciation défavorable de la concentration de la propriété par les investisseurs américains.

Cette concentration est liée à la fois à la propriété du premier majoritaire et à celle des institutionnels. La présence de ces deux parties dans les capitaux de l'entreprise peut être à l'origine d'une plus grande asymétrie informationnelle pour les actionnaires minoritaires et de coalitions ou d'alliances avec la direction de l'entreprise. Elle peut viser les intérêts des majoritaires, des institutionnels et de la direction aux dépens de la richesse des minoritaires.

Toutefois, cette concentration de la propriété a été considérée par Shleifer et Vishny (1997) comme l'un des moyens les plus efficaces dans la résolution des conflits d'agence et de convergence des intérêts. Les actionnaires étant peu nombreux, ont la motivation et la possibilité d'exercer un plus grand contrôle. De plus, Jung et Kwon (2001) démontrent qu'en Corée du sud, le niveau de propriété de l'actionnaire majoritaire et le niveau de propriété des institutionnels pris comme deux variables séparées affectent positivement la pertinence.

5. 2. 4 Effet de l'implication dans la compensation et la nomination sur la pertinence

L'exclusion de la variable relative à la propriété du manager de l'axe de la concentration du pouvoir peut être une explication possible au changement de signe du paramètre relatif à cet axe qui devient significativement positif au seuil de 1% (0,0476^{***}).

L'interprétation possible est qu'une implication du manager dans la nomination et la compensation sans que ce dernier ne soit enraciné par le niveau de sa propriété, peut ne pas être perçue défavorablement par les investisseurs tels que démontré par plusieurs études antérieures. Ainsi, elle peut être bénéfique pour l'entreprise si les comités bénéficient des connaissances et de l'expertise du manager concernant les spécificités de l'entreprise. D'ailleurs, des résultats antérieurs ont montré que les managers tendent à être payés modestement lorsqu'ils sont impliqués dans la compensation et qu'ils aident à la conception de contrats de compensation optimaux pour le reste des directeurs (Anderson et Bizjack; 2000).

5. 2. 5 L'effet de l'enracinement sur la pertinence

L'enracinement du manager par l'effet de son niveau de propriété et par le nombre des années passées à la tête de l'entreprise confèrent à ce dernier une forme de pouvoir illégitime à côté du pouvoir légitime qui lui est dévolu dans l'exercice de ses fonctions. Le coefficient relatif au niveau d'enracinement du manager est négatif et significatif (-0,0436^{***}) au seuil de 1%, ce qui peut s'interpréter comme un effet négatif de l'enracinement sur la pertinence.

En effet, plusieurs études antérieures ont démontré l'effet néfaste de cet enracinement, d'une part, sur la performance de l'entreprise (Morck, Shleifer et Vishny;1988), d'autre part, sur la pertinence des bénéfices comptables (Gabrielsen et al.;1997, Fan et Wong; 2002). Sauf que Warfield et al. (1995), dans leur examen de l'effet de la propriété managériale sur la pertinence optent pour la thèse de la convergence des intérêts.

L'intérêt de notre résultat réside dans le fait qu'une prise en considération du nombre des années passées par le manager à la tête de l'entreprise, en plus de son niveau de propriété, peuvent contribuer à son enracinement dans l'entreprise.

Cet enracinement est généralement accompagné d'une augmentation de l'asymétrie informationnelle et de la discrétion managériale. Ceci peut affecter la qualité et fiabilité des résultats publiés. Ces éléments expliquent la perception négative de l'enracinement des managers par les investisseurs américains qui accordent moins de confiance aux bénéfices divulgués lorsque les managers sont enracinés dans la société.

5. 2. 6. L'effet de l'efficacité du contrôle financier interne sur la pertinence

Les résultats montrent qu'il existe une relation négative entre l'efficacité du contrôle financier interne et la pertinence des bénéfices (coefficient négatif et significatif au seuil de 1%).

L'efficacité du contrôle financier interne est liée au nombre de réunions du comité d'audit et à l'existence d'une charte au niveau du comité d'audit. Ces éléments qui sont normalement synonymes d'une plus grande fiabilité des états financiers semblent altérer la pertinence des bénéfices. Cependant, la pratique nous montre de plus en plus que les pratiques d'audit des entreprises sont de plus en plus remises en question par le marché.

6. Conclusions

Le principal objectif de la recherche était d'identifier, empiriquement, l'effet des mécanismes internes de gouvernance d'entreprise, à savoir: la structure de propriété, la structure du conseil d'administration et des comités sur la perception des bénéfices comptables par les investisseurs boursiers américains lors de leur évaluation de la firme. Plus précisément, il était

question d'infirmier ou de confirmer l'hypothèse alternative suivante : il n'existe aucun effet significatif de la gouvernance d'entreprise sur la pertinence des bénéfices comptables.

Pour approcher d'une manière rigoureuse les concepts de gouvernance et de pertinence, nous avons adopté une démarche en deux étapes:

Pour approcher le concept de gouvernance, nous avons eu recours à une analyse factorielle non linéaire afin de dégager des axes de gouvernance. Il ressort de notre analyse six axes factoriels représentant respectivement: 'l'efficacité et l'objectivité du contrôle exercé sur les managers', 'la concentration du pouvoir entre les mains du manager', 'la concentration de la propriété', 'l'implication du manager dans la compensation et la nomination', 'le niveau d'enracinement du manager' et enfin 'l'efficacité du contrôle financier interne'.

Une fois les axes de gouvernance identifiés, leur effet sur la pertinence a été testé à l'aide d'un modèle de régression des rendements boursiers sur les bénéfices comptables, les variables de gouvernance et un nombre de variables de contrôle.

Les résultats de ce modèle sont significatifs au seuil de 1% et montrent que, d'une part, l'efficacité et l'objectivité du contrôle exercé sur les managers ainsi que l'implication du manager dans la compensation et la nomination affectent positivement la pertinence. D'autre part, la concentration du pouvoir entre les mains du manager, la concentration de la propriété, le niveau d'enracinement du manager et enfin l'efficacité du contrôle financier interne affectent négativement la pertinence.

A l'issue de cette recherche, on peut conclure que l'investisseur américain accorde une attention particulière aux mécanismes de gouvernance lors de sa prise en considération des bénéfices comptables. Ainsi, certains mécanismes constituent pour lui une garantie quant à la fiabilité des résultats publiés. Ceci permet d'améliorer l'association entre les bénéfices comptables et les rendements boursiers.

Toutefois, certaines critiques peuvent être adressées à cette recherche, la première critique est d'ordre méthodologique et concerne principalement l'échantillon. En effet, notre échantillon est extrait de la Fortune 500 qui englobe les firmes les plus performantes, les plus grandes et qui présentent certaines particularités par rapport à la population des entreprises américaines. Ce qui est à l'origine d'un biais de sélectivité qui limite la généralisation de notre étude.

Une autre critique peut être adressée au recours à la méthodologie de l'analyse factorielle non linéaire. D'une part, cette méthodologie présente l'avantage d'inclure dans un même modèle toutes les variables relatives à la gouvernance et résout donc le problème de multicollinéarité. Mais en contrepartie, elle ne permet pas de détecter l'effet exact de chacune des variables sur

la pertinence. D'autant plus que, le nom attribué à chaque axe est subjectif puisqu'il est attribué en se basant sur les résultats des recherches antérieures qui sont parfois contradictoires concernant l'efficacité de certaines variables de gouvernance. Cette critique est dépassée par le fait qu'on croit en une interdépendance des mécanismes de gouvernance, et qu'on estime que l'investisseur ne perçoit pas chacun des mécanismes de gouvernance à part, mais plutôt qu'il les appréhende en termes de tendances semblables à celles dégagées par l'analyse factorielle.

Cette recherche peut aussi faire l'objet de répliques dans d'autres contextes tels que le contexte français.

Bibliographie

Aboudy, D., & R., Kasznik, (2000), "CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures", *Journal of Accounting and Economics* 29, pp 73-100.

Agrawal, A., & C. R., Knober, (1996), "Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31 (3), 377-397.

Anderson, R. C., & J. M., Bizjack, (2000), "An empirical examination of the role of the CEO and the compensation committee in structuring executive pay", Working Paper, American University.

Barth, M. E., W. H., Beaver, & W.R., Landsman, (2001), "The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view." Working paper, Graduate School of Business, Stanford University.

Beasley, M., (1996), "An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud." *The Accounting Review*, 71 (4), pp 443-466.

Bilimoria, D., (1997), "Perspectives on corporate control: implication for CEO compensations", *Human Relations*, vol 50, n°7, July, pp 829-858.

Booz Allen Hamilton (2002), "Booz Allen Hamilton reveals CEO job security is declining throughout the world", *Press Release Embargoed*, 21 June.

Campos, C. E., R. E., Newell, & G., Wilson, (2002), "Corporate governance develops in emerging markets", *McKinsey on Finance*, Winter.

Chidambaram, N., & K., John, (2000), "Relationship investing and corporate governance", *Working paper*, New York University.

Coffee, J., (1991), "liquidity versus control: the institutional investor as corporate monitor", *Columbia Law Review*, 91, pp1277-1368.

Cormier, D., (2001), "*Comptabilité Anglo-saxonne et internationale*", COOP UQAM éditeur, Bibliothèque Nationale du QUEBEC.

Davis, G. F., & T. A. Thompson, (1994), "A social movement perspective on corporate control", *Administrative Science Quarterly*, vol 39, pp 141-173.

Defond, M. L., & J., Jiambalvo, (1991), "incidence and circumstances of accounting errors", *The Accounting Review*, 66, pp 643-655.

Dedman, E., (2000), "An investigation into the determinants of UK board structure before and after Cadbury", *Corporate Governance*, 8 (2), pp 133-153.

Dumontier, P., & R. Labelle, (1998), "Accounting earnings and firm valuation: the French case", *The European Accounting Review*, 7: 2, pp 163-183.

Easton, P., & T. Harris, (1991) "Earnings as an explanatory variable for returns". *Journal of accounting research*, Spring, pp 19-36.

Fama, E.F., (1980), "Agency problems and the theory of the firm", *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.

Fama, E.F., & M.C. Jensen., (1983), "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics* 26, 301-326.

Fan, J.P.H., & T.J. Wong, (2002), "Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia", *Journal of Accounting and Economics* 33, pp 401- 425.

Francis, J., K., Schipper, & L., Vincent, (2002), "Earnings and dividends informativeness when cash flow rights are separated from voting rights", *Working paper*, Duke University.

- Gabrielsen, G., G.D. Gramlich, & T. Plenborg, (1997), "Managerial ownership, information content of earnings and discretionary accruals in a non US setting", *Working Paper*, Copenhagen Business school.
- Geddes, R., & H. D. Vinod, (1998), "CEO tenure, board composition and regulation", *Working paper*, Fordham University.
- Genaivre, E., (1998), "L'incidence des investissements en gouvernement d'entreprise sur les marchés financiers: Le cas de la mise en place des directoires et des comités spécialisés dans les SA cotées à la SBF 250", *Communication aux journées de l'AFFI, Paris*.
- Gillan, S. L., & L. T. Starks, (2001) "Institutional investors, Corporate ownership, and Corporate Governance: Global perspectives", *Working paper, TIAA-CREF Institute, New York*.
- Gomez-Mejia, L., M. Nunez-Nickel, & I. Gutierrez, (2001) "The role of family ties in agency contracts", *Academy of Management Journal* 44, n°1, pp 81-95.
- Hobbs, R., (2000), "Corporate governance, Board structure and accountability", *Working paper*, ERSC, Centre for business research, University of Cambridge.
- Jensen, M.C., & W.H. Meckling., (1976), "Theory of the firm: Managerial Behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- John, K., & L. W. Senbet, (1998), "Corporate governance and board effectiveness", *Journal of Banking and Finance*, n°22, pp 371-403.
- Jung, K., & S. Y. Kwon, (2001), "Ownership structure and earnings informativeness: Evidence from Korea", *Working paper*, Korea Advanced institute of Science and Technology and Texas Christian University.
- Kirschenheiter, M., & N. Melumad, (2002)" Earnings quality and smoothing", *Working paper*, Columbia University.
- Klein, A., (2000), "Were the conglomerates inefficient? A reconsideration", *Working paper*, University of Georgia.
- Mc Connell, J., & H. Servaes, (1990), "Additional evidence on equity ownership and corporate value", *Journal of Financial Economics*, 22, 595-613.
- Mckinsey & Co., (2000), "Good corporate governance pays off: Institutions will pay a premium for an independent board, Investor Relations Business, 10 July.
- Morck, R., A. Shleifer, & R. Vishny, (1988), "Management ownership and market valuation: An empirical analysis", *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
- Nagy, A. L., K. B. Norris, & Jr. R. A. Riley, (1999), "Managerial horizons, Accounting choices and informativeness of earnings". Working paper. University of Tennessee.
- Shleifer, A., & R.W. Vishny, (1997), "A survey of corporate governance", *Journal of finance* 52, pp 737-783.
- Vafeas, N., (1999), "Board meeting frequency and firm performance", *Journal of Financial Economics* 53, pp. 113-142.
- Vafeas, N., (2002), "Board structure and the informativeness of earnings", working paper. University of Cyprus.
- Warfield, T.D., J.J. Wild, & K.L. Wild, (1995), "Managerial ownership, Accounting choices and the informativeness of earnings", *Journal of Accounting and Economics*, 20, 61-91.
- Williamson, O.E., (1964), "The economics of discretionary behavior: Managerial objectives in a theory of the firm" (Prentice Hall, Englewood Cliffs, N J).
- Yermack, D., (1997), "Good timing: CEO stock option awards and company new announcements", *Journal of Finance* 52, pp 449-476.
- Berle. A. A., Jr & G.C., Means, (1932), "The modern corporation and private property", commerce learning house, NY.