

La rémunération de la gouvernance par les investisseurs

Ali El MIR

Ali.Elmir@isg.rnu.tn

Institut Supérieur de Gestion de Tunis

41, Rue de la Liberté, cité Bouchoucha, 2000 Bardo (Tunisie)

Tél : (216) 71 561 854, Fax : (216) 71 568 767

Imen Khanchel*

Im_khanchel@yahoo.fr

Institut Supérieur Des Etudes Technologiques En Communication

Tél : (216) 71 857 000, Fax : (216) 71 857 000

Résumé :

Dans cette étude, nous avons voulu d'étudier le comportement des investisseurs vis à vis de ma bonne gouvernance.

En nous basant sur un échantillon de 624 firmes américaines pour la période 1994-2003, nous avons formé des portefeuilles des firmes ayant des systèmes de gouvernance différents. En ayant recours à la méthode *Buy and Hold* Abnormal Return, nous avons pu démontrer que les investisseurs sont prêts à payer plus pour rémunérer la bonne qualité de la gouvernance. En effet, nos résultats montrent que les investisseurs réalisent un rendement de 0,251% s'ils achètent les titres des entreprises '*bien gouvernées*' et s'ils vendent les titres des entreprises '*mal gouvernées*'

Mots clés : gouvernance, investisseurs, stratégie d'investissement, rendement anormal

La rémunération de la gouvernance par les investisseurs

Résumé :

Dans cette étude, nous avons voulu d'étudier le comportement des investisseurs vis à vis de ma bonne gouvernance.

En nous basant sur un échantillon de 624 firmes américaines pour la période 1994-2003, nous avons formé des portefeuilles des firmes ayant des systèmes de gouvernance différents. En ayant recours à la méthode *Buy and Hold* Abnomal Return, nous avons pu démontrer, nous avons pu démontrer que les investisseurs sont prêts à payer plus pour rémunérer la bonne qualité de gouvernance. En effet, nos résultats montrent que les investisseurs réalisent un rendement de 0,251% s'ils achètent les titres des entreprises '*bien gouvernées*' et s'ils vendent les titres des entreprises '*mal gouvernées*'

Mots clés : gouvernance, investisseurs, stratégie d'investissement, rendement anormal

INTRODUCTION

Avec la prolifération des scandales comptables sur les grandes places financières, les soucis sur la qualité de l'information financière se multiplient davantage. La confiance des investisseurs quant à la crédibilité des informations affichées par les firmes, a été secouée. C'est ainsi que leurs attentions se sont tournées à la gouvernance comme un critère pouvant garantir la fiabilité des chiffres financiers. La gouvernance est devenue un critère fondamental dans leurs politiques d'investissement. Les recherches académiques ont montré qu'une bonne gouvernance est rémunérée par le marché. Selon les statistiques d'une enquête réalisée par McKinsey, 15% des investisseurs européens considèrent que la qualité de gouvernance des entreprises est plus importante que les mesures financières telles que la performance d'exploitation et les opportunités de croissance. De plus, 22% des investisseurs européens sont disposés à payer une prime additionnelle d'environ 19% pour une firme ayant des structures de gouvernance efficaces. Dans ce contexte, Gompers, Ishii et Metrick (2003) ont analysé la relation entre la gouvernance et les rendements des actions à long terme. Ils ont affirmé que les entreprises ayant des structures de gouvernance 'efficaces' ont des rendements et des performances d'exploitation supérieurs à ceux des entreprises ayant des structures de gouvernance non fiables. Gompers, Ishii et Metrick (2003) ont montré également que les investisseurs réalisent un rendement anormal de 8,5% en établissant des stratégies d'investissement basées sur la qualité de gouvernance. Similairement, le rendement anormal est de 2,97% pour le cas des firmes européennes (Bauer, Günster et Ottens, 2004), de 4,63% pour les firmes britanniques (Bauer, Günster et Ottens, 2004) et de 16,4% pour les entreprises allemandes (Drobetz, Schillhofer et Zimmermann, 2004). Selon ces études, la qualité de gouvernance des firmes est considérée comme un facteur de risque additionnel qu'il faut le rémunérer.

Etant donnée l'importance de la gouvernance et son effet considérable sur la réputation de la firme, nous allons dans le présent article étudier le comportement des investisseurs vis-à-vis de la gouvernance. L'objectif de cet article est de mettre en relief l'importance de la qualité de la gouvernance sur le marché c'est à dire du point de vue des investisseurs.

Pour ce faire, nous allons présenter la notion de bonne gouvernance (section 1). Ensuite nous allons présenter les études événementielles ayant traitées la gouvernance (section deux) et celles qui ont montré l'existence d'une stratégie d'investissement fondée sur

la gouvernance (section trois). Enfin nous allons étudier le comportement des investisseurs vis à vis de la bonne gouvernance (sections quatre et cinq).

1. L'EXISTENCE DE STANDARDS DE GOUVERNANCE REFLETES A TRAVERS UN INDICE

Comment pouvons nous définir un bon système de gouvernance ? Plusieurs auteurs ont essayé de répondre à cette question et par conséquent plusieurs définitions d'un système de gouvernance efficace ont été formulées. Par exemple « *un système de gouvernance fiable est un système qui aligne les intérêts des dirigeants et des actionnaires et conduit à une maximisation de la richesse des actionnaires* » (Gugler, Mueller et Yurtoglu, 2004, p 3). En d'autres termes, un bon système de gouvernance est un système qui assure la protection légale des investisseurs à travers une concentration de la structure de propriété (Shleifer et Vishny, 1997). Enfin une firme est considérée 'bien gouvernée' si elle respecte les standards édictés par les codes de bonnes conduites (Standard & Poor, 2002).

Standard & Poor, 2002, montre que le but de l'étude de la qualité de la gouvernance est de satisfaire les besoins des investisseurs et de les protéger des manœuvres des dirigeants. Ainsi plusieurs organismes ont mis à la disposition du public des indices de gouvernance. Par exemple, Standard & Poor (2002) ont développé un indice qui est une synthèse des politiques internationales, des procédures actuelles et de la gouvernance qui est reflété par la structure de propriété et sa concentration, la nature des relations qui lient les différents acteurs, la transparence et la divulgation de l'information et la structure du conseil d'administration et son fonctionnement.

De manière similaire, l'*Institutionnal Shareholders Service* (ISS) a développé en 2003 un indice de gouvernance prenant en considération 61 variables relatives au conseil d'administration, la rémunération du dirigeant, la structure de propriété, les pilules empoisonnées, la structure du capital et d'autres facteurs qualitatifs (l'âge de la retraite des administrateurs, les réunions des administrateurs externes, le plan de succession du dirigeant..). Toutefois, selon Koehn et Ueng (2005) l'indice calculé par l'*Institutionnal Shareholders Service* n'est pas un bon indicateur de l'éthique et de la qualité de gestion des firmes considérées.

Dans la même lignée, CLSA (*Crédit Lyonnais Securities Asia*) a établi en 2001 un indice de gouvernance pour 495 firmes appartenant à 25 marchés émergents et 18 secteurs. Cet indice est calculé en se basant sur 57 questions binaires relatives à la discipline des dirigeants, la transparence de l'information, la structure et le fonctionnement du conseil

d'administration, la responsabilité et l'impartialité du comité d'audit... Il est à remarquer que 70% de ces questions sont objectives alors que le reste nécessite une interprétation de la part de l'analyste. Il est aussi à signaler que cet organisme sélectionne les firmes de grande taille qui attirent les investisseurs institutionnels afin d'évaluer leur gouvernance¹. Néanmoins selon plusieurs études (Dunerv et Kim, 2005), il y a un biais de sélectivité dans le calcul de l'indice de CLSA².

Il est aussi à remarquer que certaines études se sont basées sur les indices calculés par les organismes cités afin de mener leurs études. Par exemple, pour comparer la structure de gouvernance des firmes appartenant à différents pays, Doidge, Karolyi et Stulz (2004) utilisent les indices de CLSA (2001) et S&P (2002). Les résultats de cette étude montrent que la différence de gouvernance (reflétée à travers l'indice) entre les firmes appartenant à des pays qui ne sont pas assez développés est attribuée beaucoup plus aux caractéristiques des pays qu'aux caractéristiques des firmes. Toutefois dans les pays développés, la différence dans la qualité de gouvernance est attribuée principalement aux caractéristiques des firmes.

D'autres recherches ont essayé de synthétiser la qualité de gouvernance en un indice. Par exemple, Gompers, Ishi et Metrick (2003) calculent un indice de gouvernance basé sur 24 clauses ayant pour but de réduire le droit des actionnaires en cas de prise de contrôle où ces clauses sont représentées par des variables binaires. Ainsi si la firme opte pour la clause en question les auteurs ajoutent un point au *score* calculé. Dans le cas contraire le *score* reste inchangé. Donc selon les auteurs, l'adoption d'une clause visant à réduire les droits des actionnaires peut être interprétée comme une augmentation du pouvoir des dirigeants. Néanmoins selon Brown et Caylor (2004) et Cremer et Nair (2005), cet indice est beaucoup plus un indice de protection des actionnaires contre les prises de contrôle qu'un indice de gouvernance.

Il est à signaler à ce niveau que plusieurs recherches (Amit et Villalonga, 2004 ; Core, Guay, et Rusticus, 2006 ; Cremers, Nair et Wei, 2004; Cremer et Nair, 2005 ; Fahlenbrach, 2004 ; Harford, Mansi et Maxwell, 2004, Klock, Mansi et Maxwell, 2005; Litov, 2005;

¹ Dans ce contexte Palepu, Khanna et Kogan (2006) ont essayé de chercher les facteurs déterminants de la sélection des firmes objet de l'étude de CLSA (2001). Parmi les facteurs identifiés, nous citons les firmes de grande taille et celles où les intérêts des investisseurs sont importants.

² Selon Dunerv et Kim (2005) les firmes qui vont coopérer avec CLSA en vue d'évaluer leur structure de contrôle sont les firmes qui ont une bonne gouvernance. Ces auteurs montrent aussi que les agences de rating, en général, ont intérêt à choisir les firmes dont le calcul du *score* de gouvernance est facile. Néanmoins selon cette recherche, les firmes ont intérêt à coopérer car l'exclusion de la firme de l'évaluation est considérée comme une pénalité ce qui affecte négativement sa réputation. Enfin Dunerv et Kim (2005) soulignent que l'un des intérêts des agences de rating est l'évaluation des firmes ayant des caractéristiques différentes ce qui n'est pas le cas pour l'étude menée par CLSA (2001).

Yermack, 2005 ; Chava, Dierker et Livdan, 2005 ; Chi, 2005) se sont basées sur l'indice développé par Gompers, Ishi et Metrick (2003) pour effectuer leurs tests empiriques.

Par exemple, Cremer et Nair (2005) ont développé un indice de gouvernance basé sur les mécanismes internes et externes. En effet, les auteurs ont utilisé comme *proxy* pour les mécanismes externes l'indice de protection contre les prises de contrôle calculé par Gompers, Ishi et Metrick (2003)³. Alors que pour les mécanismes internes, Cremer et Nair (2005) ont utilisé deux variables à savoir : les pourcentages du capital détenus par les investisseurs institutionnels⁴ et par les fonds de pension. En effet, les auteurs montrent qu'une bonne protection des droits des actionnaires (à travers l'indice de Gompers, Ishi et Metrick, 2003) a pour conséquence une gouvernance plus efficace si on combine ce facteur avec des mécanismes de contrôle internes.

Ashbaugh, Collins et Lafond (2005) montrent également que l'annotation de rating est liée positivement à la faible protection des droits des actionnaires en terme de défense contre les prises de contrôle (ayant pour *proxy* l'indice calculé par Gompers, Ishi et Metrick, 2003). Ce résultat a été affirmé par Jiraporn, Kim, Davidson et Singh (2006) qui montrent qu'une clause additionnelle permet de limiter les droits des actionnaires et conduit donc à une diminution de la valeur de la firme de 1,1 à 1,4%.

Parmi les 24 clauses considérées par Gompers, Ishi et Metrick (2003), Bebchuk, Cohen et Ferrel (2004) sélectionnent six⁵ en vue de développer un indice de gouvernance ou d'enracinement. Selon les auteurs les six provisions choisies sont celles qui intéressent le plus le public en général (tels que les investisseurs, les analystes, les chercheurs...)

Enfin, et pour étudier la réaction des investisseurs et des analystes vis-à-vis de la bonne gouvernance, Core, Guay et Rusticus (2006) ont eu recours à l'indice développé par Gompers, Ishi et Metrick (2003).

2. LA GOUVERNANCE ET LES ETUDES EVENEMENTIELLES

Pour montrer l'importance de la gouvernance du point de vue des investisseurs institutionnels, nous essayerons de vérifier qu'un changement dans une caractéristique de

³ Toutefois, Cremer et Nair (2004) ont considéré uniquement trois facteurs parmi cinq envisagés par Gompers, Ishi et Metrick (2003).

⁴ Cremer et Nair (2004) se sont contentés de considérer les investisseurs institutionnels qui détiennent plus que 5% du capital.

⁵ Quatre parmi les six provisions considérées par Bebchuk, Cohen et Ferrel (2004) sont relatives à la réduction du droit des actionnaires majoritaires. Alors que les deux autres provisions permettent d'aider le conseil d'administration en cas de prise de contrôle hostile.

gouvernance entraîne une modification du prix des actions. En effet, si ces acteurs s'intéressent à la gouvernance, alors ils seront prêts à payer plus (ou moins) suite à l'annonce de l'amélioration (dégradation) de la gouvernance : c'est le fondement des études événementielles.

L'idée de base des études événementielles est que les changements dans le prix des actions reflètent les anticipations des investisseurs concernant la performance future de la firme tout en tenant compte de la nouvelle information. Une telle idée est fondée sur l'argument de Grossman (1976) qui montre que les investisseurs les mieux informés réalisent des gains par rapport aux autres. Donc les informations non disponibles à tous seront incorporées dans le prix des actions. Par voie de conséquence « *si la gouvernance affecte la performance et si le marché tient compte de cet effet, le prix des actions s'ajuste rapidement suite à un changement dans la gouvernance de la firme* » (Drobetz, Schillhofer et Zimmermann, 2004, p 18) : c'est l'idée centrale des études événementielles.

La plupart des études événementielles relatives à gouvernance se rapportent au départ du dirigeant et la nomination d'un administrateur externe. Par exemple l'étude de Furtado et Rozeff (1987) montre l'existence d'une réaction positive du marché suite à l'annonce du départ forcé du dirigeant. De manière similaire, Mahajan et Lummer (1993) montrent que les prix des actions enregistrent un rendement anormal négatif suite à l'annonce de la révocation du dirigeant. Enfin Neumann et Vaetmann (1999) montrent que l'annonce des opérations d'achat et de vente d'actions par les investisseurs institutionnels a pour conséquence un rendement anormal positif. Les auteurs montrent que la réaction du marché diffère selon l'attitude de l'investisseur. En effet, l'annonce de l'achat ou la vente des actions en petite quantité par les investisseurs institutionnels entraîne un rendement anormal positif élevé. Ce résultat a été expliqué par la grande flexibilité et l'absence de contraintes de liquidités dont bénéficient les investisseurs qui procèdent à des opérations d'achat et de vente d'actions en petites quantités.

Ainsi à partir de cette revue de la littérature, nous pouvons conclure que le marché est fortement sensible à l'annonce du changement d'une caractéristique de gouvernance. Donc nous allons, dans la section suivante, étudier le comportement des investisseurs institutionnels vis-à-vis de la bonne gouvernance.

3. LA GOUVERNANCE COMME UN FACTEUR DETERMINANT DANS LA SELECTION DES TITRES

Plusieurs études montrent que les investisseurs tiennent compte de la gouvernance dans la sélection et l'achat des titres. C'est ainsi qu'une étude effectuée par le bureau McKinsey en 2001 a montré que la gouvernance est un facteur déterminant dans la sélection des titres. L'étude révèle que 76% des investisseurs tiennent compte de la gouvernance dans la sélection des titres. Ainsi nous nous demandons qu'elles sont les facteurs qui poussent les investisseurs à s'intéresser à la gouvernance?

3.1. LES FACTEURS EXPLIQUANT L'INTERET DES INVESTISSEURS VIS-A-VIS DE LA BONNE GOUVERNANCE

En nous basant sur la littérature trois éléments de réponse peuvent être avancés pour répondre à la question posée ci-dessus.

Premièrement, plusieurs auteurs (Gompers, Ishii et Metrick, 2003; Bebchuk, Cohen et Ferrell, 2004 ; Cremer et Nair, 2005 ; Core, Guay et Rusticus, 2004) montrent qu'une stratégie qui consiste à vendre les titres des firmes dont la qualité de gouvernance n'est pas 'assez bonne' et à acheter les titres des entreprises ayant un système de contrôle fort permet de gagner un rendement anormal positif. Dans ce contexte, Giannetti et Simonov (2006) indiquent que les entreprises dont le système de gouvernance n'est pas fiable ont intérêt à mettre en place un système de contrôle plus intensif. Ce dernier ne sera assuré, selon Giannetti et Simonov (2006), que par les investisseurs ou les actionnaires majoritaires. L'attraction de ces derniers est possible en leur offrant des rendements espérés élevés.

Deuxièmement, l'extraction de rentes peut être plus accentuée durant les périodes de crise qui sont caractérisées par une baisse du taux de rendement des investissements (Johnson, Boone, Breach et Friedman, 2000). Dans ce cas, une baisse du taux de rendement des titres des entreprises n'ayant pas une bonne gouvernance est plus accentuée. Une telle idée a été vérifiée par Mitton (2002) et Lemmon et Lins (2003) dans le cadre des crises asiatiques. Toutefois, certains auteurs montrent que la baisse du rendement durant les périodes de crise peut être minimisée. Par exemple, Cochrane (1999) montre que les investisseurs qui détiennent des portefeuilles qui ne sont pas assez diversifiés peuvent vendre les titres ayant des rendements faibles.

Troisièmement et selon la finance comportementale (Odean, 1998), il est peu probable que les investisseurs individuels ont souvent des attitudes pessimistes. De leur point de vue, certaines décisions économiques sont influencées par l'attitude des individus vis à vis de l'équité et l'impartialité dans la distribution des gains (Fehr et Gächter, 2000 ; Fehr et Schmidt, 1999). Par conséquent les investisseurs peuvent éviter les titres des entreprises ayant des systèmes de gouvernance non adéquats par crainte que certains événements non souhaités se réalisent (Giannetti et Simonov, 2006).

3.2. LES FACTEURS QUI INFLUENCENT L'INTERET DES INVESTISSEURS VIS-A-VIS DE LA BONNE GOUVERNANCE

Felton, Hudnut et Heeckeren (1996) ont identifié trois facteurs qui influencent le comportement des investisseurs vis à vis de la bonne gouvernance.

D'abord, la rotation des portefeuilles qui suggèrent que les investisseurs ayant des portefeuilles caractérisés par une faible rotation tiennent compte de la gouvernance dans la sélection des titres. En effet, ces investisseurs détiennent des titres pour une longue période et par conséquent la bonne gouvernance est un facteur déterminant qui pourrait améliorer la performance de leur portefeuille à long terme.

Ensuite la philosophie de gestion des actifs qui avance que les investisseurs qui achètent des actions des firmes sous évaluées (considérées celles ayant un ratio cours/bénéfice faible) et/ou distribuent le même dividende (régulier) sont prêts beaucoup plus à rémunérer la bonne gouvernance.

Enfin, la gestion de portefeuilles des clients qui stipule que les investisseurs qui gèrent des portefeuilles pour le compte des individus, des fondations et des fonds de pension tiennent compte de la gouvernance.

A partir de cette revue de la littérature, nous pouvons affirmer que la gouvernance est pour les investisseurs un facteur déterminant dans la sélection des titres. Par conséquent ces acteurs peuvent établir des stratégies d'investissement gagnantes en procédant à des opérations d'achat et de vente de titres de firmes qui présentent des différences considérables au niveau de la qualité de la gouvernance.

3.3. LES STRATEGIES D'INVESTISSEMENT BASEES SUR LA GOUVERNANCE

Etant donnée que la gouvernance est un facteur déterminant pour les investisseurs dans la sélection des titres, les entreprises doivent par conséquent prendre les bonnes décisions afin d'améliorer leurs pratiques. En effet, et puisque les investisseurs sont conscients du rôle de la gouvernance donc ils sont par conséquent prêts à payer un prix faible pour les firmes n'ayant pas un bon système de contrôle. Toutefois, un prix faible ne compense pas toujours le risque associé à la faible qualité de gouvernance (Lins et Warnock, 2004). Un autre argument a été avancé dans la littérature : les investisseurs doivent rémunérer le bon système de contrôle sur le marché en payant une prime pour toute entreprise qui protègent les intérêts des actionnaires, publie périodiquement des rapports financiers transparents et qui a un conseil d'administration indépendant (Campos, Newell et Wilson, 2002).

Dans ce contexte, Felton, Hudnut et Heeckeren (1996) ont mené une enquête auprès des investisseurs en leur demandant de comparer des firmes ayant la même performance et s'ils sont prêts à payer plus pour toute entreprise ayant un système de gouvernance plus fiable. Les résultats de cette étude montrent que deux tiers des investisseurs sont prêts à payer une prime, égale en moyenne à 16%, pour la firme qui se distingue par sa bonne gouvernance. Ces résultats ont été affirmés ultérieurement par plusieurs études. Par exemple, Campos, Newell et Wilson (2002) en menant une étude dans les pays émergents, mettent en évidence que les investisseurs rémunèrent les firmes ayant une bonne gouvernance. Cette dernière conduit à une augmentation de la valeur sur le marché de 10% à 12%. Ainsi les auteurs ont conclu que les marchés émergents sont à l'origine de l'activisme croissant des actionnaires ayant pour conséquence une amélioration des structures de gouvernance.

De manière similaire, Bai, Liu, Lu, Song (2004) ont pu mettre en évidence à leur tour que les investisseurs donnent de l'importance aux firmes qui sont '*bien gouvernées*' et donc ils sont prêts à payer une prime afin d'acheter les actions de ces firmes.

Drobetz, Schillhofer et Zimmermann (2004) montrent également que des opérations d'achat et de vente d'actions des entreprises allemandes ayant des systèmes de gouvernance différents permet de réaliser un rendement anormal de l'ordre de 16,4%.

Cremer et Nair (2005) montrent que les mécanismes internes et externes sont considérés complémentaires dans la détermination du rendement anormal à long terme. En effet, une stratégie qui consiste à acheter les actions d'une firme caractérisée par une

‘vulnérabilité’ importante au niveau des prises de contrôle⁶ et vendre les actions d’une firme non sensible aux prises de contrôle⁷ (tout en ayant une présence importante des fonds de pension dans le capital des deux entreprises considérées) génère un rendement anormal qui varie entre 10% et 15%. Ce rendement anormal est nul si l’arbitrage est effectué entre deux firmes ayant une faible proportion du capital détenue par les fonds de pension mais qui ont une ‘vulnérabilité’ différente (importante ou modérée) vis-à-vis des prises de contrôle.

A la lumière de ces résultats, nous allons essayer dans la section suivante de vérifier que la gouvernance est importante du point de vue des investisseurs dans le cadre des entreprises américaines. En effet, nous allons essayer de vérifier l’hypothèse suivante :

H₁ : Une stratégie d’investissement basée sur la qualité de gouvernance génère un rendement anormal significatif.

4. METHODOLOGIE DE RECHERCHE

4.1. L’ECHANTILLON

Notre analyse empirique porte sur les firmes américaines. En effet, nous avons sélectionné un échantillon de 624 entreprises pour une période qui s’étale sur dix ans : de 1994 à 2003.

Les données financières et de performance ont été extraites des rapports annuels, des bilans et des états de résultats du site de ‘edgarscan’.

Les données de gouvernance ont été collectées manuellement des rapports des mandataires (*proxy statements*).

L’échantillon exclut:

- Les firmes dont les données financières ou de gouvernance ne sont pas disponibles pour une année de notre période d’étude.
- Les institutions financières (les banques et les compagnies d’assurance) et les firmes réglementées de service public.

⁶ Les prises de contrôle sont considérées comme élément important de la gouvernance dans cette étude

⁷ reflétée par une forte protection des droits des actionnaires

4.2. LES VARIABLES UTILISEES

Les variables utilisées peuvent être divisées en variables de gouvernance et variables relatives aux caractéristiques des firmes. Les tableaux ci-dessous résument ces dernières.

Tableau 1 : Présentation des variables de gouvernance

<i>Variables</i>	<i>Abréviation</i>	<i>Mesure retenue</i>
<u>Efficacité et activité du conseil d'administration :</u>		
Taille du conseil d'administration	TAILLECA	Taille du conseil d'administration
Administrateurs externes	ADMEXTER	% des administrateurs dans le conseil d'administration.
Réunions du conseil d'administration	REUNCA	Nombre de réunions du conseil d'administration.
Existence du comité de nomination	NOMEX	Variable binaire qui est égale à 1 s'il y a un comité de nomination et 0 sinon.
Réunions du comité de nominations	REUNOM	Nombre de réunions du comité de nomination.
Objectivité du comité de nomination	CEONOM	Variable muette prenant la valeur 1 si le dirigeant est un membre du comité de nomination.
Existence du comité de rémunération	REMEX	Variable binaire qui est égale à 1 s'il y a un comité de rémunération et 0 sinon.
Réunions du comité de rémunération	REUNREM	Nombre de réunions du comité de rémunération.
Objectivité du comité de rémunération	CEOREM	Variable muette prenant la valeur 1 si le dirigeant est un membre du comité de rémunération.
<u>Comité d'audit :</u>		
Existence du comité d'audit	AUDEX	Variable binaire qui est égale à 1 s'il y a un comité d'audit et 0 sinon.
Taille	TAILLEAUD	Taille du comité d'audit
Réunions	REUNAUD	Réunions du comité d'audit
<u>Structure de propriété :</u>		
Propriété du dirigeant :	PROPCEO	Fraction du capital détenue par le dirigeant.
Propriété managériale	PROPINTER	Fraction du capital détenue par les dirigeants et les membres du conseil d'administration ⁸ .
Propriété des institutionnels	PROPINSTIT	Fraction du capital détenue par les investisseurs institutionnels.
Propriété des actionnaires majoritaires	PROPMajo	Fraction du capital détenue par les actionnaires externes ayant plus que 5% ⁹ .

⁸ Une telle définition a été avancée par Holderness (2003)

⁹ Selon Holderness (2003), un actionnaire est considéré comme étant majoritaire s'il détient au moins 5% du capital.

Tableau 2 : Les variables relatives aux autres caractéristiques des entreprises

Variables	abréviation	Mesure retenue
Q de Tobin	Q	Le ratio de la valeur de marché sur la valeur comptable
Liquidité	LIQ	<i>Cash flow</i> / total actif
Rendement des fonds propres	ROE	Bénéfice net/ fonds propres
Rendement anormal		Calculé selon la méthode <i>Buy and Hold</i> Abnomal Return

5. ETUDE EMPIRIQUE ET RESULTATS

5.1.CALCUL DES SCORES DE GOUVERNANCE SELON LA METHODE D'ENVELOPPEMENT DES DONNEES

Etant donnée que les méthodes utilisées par les études antérieures afin de synthétiser les pratiques de gouvernance présentent des limites. Nous allons essayer de remédier à ces dernières en adoptant une autre démarche. En effet, nous avons eu recours à la méthode d'enveloppement des données (DEA) afin de calculer des indices de gouvernance traduisant la bonne qualité de cette dernière. Plus spécifiquement l'idée de base de la méthode DEA est la détermination d'une frontière représentant les « meilleures pratiques » : l'*input* permettant de maximiser l'*output*. Une telle méthode permet d'évaluer l'efficacité de N unités de prise de décisions. Comme technique non paramétrique, la méthode DEA n'exige pas une spécification explicite de la relation liant l'*input* à l'*output*. Dans ce contexte, notre analyse empirique consiste à considérer la gouvernance comme étant un *input* et la performance comme étant l'*output*. Ainsi pour chaque firme nous allons calculer un *score* d'efficacité qui mesure la distance qui sépare cette entreprise de la frontière efficace. Il est à signaler que la méthode DEA est basée sur les techniques de programmation linéaire. Dans notre étude l'efficacité d'une firme pendant l'année t est calculée en comparant cette efficacité à celle de toutes les autres firmes pendant la même année¹⁰. Plus spécifiquement nous allons essayer de

¹⁰ Une autre possibilité consiste à ne pas tenir compte de l'effet temps (c'est à dire des années) et à calculer l'efficacité pour n'importe quelle observation (en négligeant l'année) et donc nous pouvons tracer la frontière des bonnes pratiques de gouvernance pour l'échantillon. Néanmoins cette approche suppose que la technologie (facteur déterminant dans la méthode DEA) n'a pas changé considérablement sur la période 1994-2001 et que la

déterminer l'efficacité des firmes chaque année en nous basant sur la technique non orientée (cette technique est utilisée quand les *inputs* et les *outputs* peuvent être améliorés simultanément).

Dans cette étude, les entreprises représentent les unités de prise de décisions. Chaque firme est caractérisée par son système de gouvernance appréhendé par les variables relatives à la structure de propriété, l'efficacité et l'activité du conseil d'administration et le comité d'audit.:

Comme nous l'avons signalé ci-dessus les *outputs* sont relatifs à la performance appréhendée par le Q de Tobin, le rendement des fonds propres, et par une mesure des liquidités réelles définie comme le rapport des *cashes flows* sur l'actif total.

Ainsi nous allons récapituler les variables de notre modèle dans le tableau3. présenté ci-dessous :

Tableau 3 : Les mesures retenues pour les paramètres de la méthode DEA

Les paramètres	Les mesures retenues
Unités de prise de décisions	Les entreprises
Les inputs	<u>Le système de gouvernance :</u> - La structure de propriété. - Les caractéristiques du comité d'audit. - L'efficacité et l'activité du conseil d'administration.
Les outputs	<u>La performance :</u> - Mesure boursière : Le Q de Tobin. - Mesure comptable :Le rendement des fonds propres. - Mesure des liquidités réelles : <i>Cashes flows</i>/ l'actif total.
Le modèle utilisé	Méthode d'enveloppement des données : Modèle non orienté.

D'après le tableau 4, nous constatons que, pour les premières années de l'étude, les firmes n'ont pas une bonne qualité de gouvernance puisque jusqu'à l'année 2000, la moyenne des *scores* de gouvernance n'excède pas 0,6. Nous pouvons ainsi conclure que la bonne qualité de gouvernance n'est pas une caractéristique prépondérante durant les six premières années de notre étude.

frontière efficiente est la même sur toute la période considérée. Cependant et étant donné que ces hypothèses ne sont pas réalistes, nous n'allons pas utiliser cette approche

Tableau 4 : Les indices de gouvernance calculés

	Nombre de firmes efficientes ¹¹	Moyenne	Ecart type	Maximum	Minimum
1994	3	0,519	0,1	1	0,14
1995	6	0,523	0,1	1	0,07
1996	7	0,528	0,11	1	00,7
1997	1	0,533	0,1	1	0,07
1998	8	0,544	0,11	1	0,07
1999	8	0,558	0,1	1	0,14
2000	53	0,623	0,11	1	0,21
2001	81	0,648	0,11	1	0,21
2002	145	0,685	0,11	1	0,21
2003	196	0,709	0,1	1	0,21

Il est aussi à remarquer que le nombre de firmes efficientes augmente au fur et à mesure que nous avançons dans le temps. En effet, durant 1994, nous avons trois firmes efficientes alors qu'en 2003 le nombre augmente considérablement pour atteindre 196 firmes.

5.2. LA PERCEPTION DE LA BONNE GOUVERNANCE SUR LE MARCHE AMERICAIN

Dans ce qui suit nous allons mettre en évidence l'existence d'une stratégie d'investissement basée sur la gouvernance. Pour ce faire, nous allons d'abord calculer les rendements anormaux en fonction de la qualité de gouvernance (la qualité de gouvernance est appréhendée par les *scores* de gouvernance calculés ci-dessus par la méthode d'enveloppement des données). Puis nous allons vérifier l'hypothèse selon laquelle les investisseurs peuvent tirer profit en procédant à une stratégie d'investissement basée sur la gouvernance.

5.2.1. La réaction considérable du marché américain à la bonne gouvernance

Pour calculer le rendement anormal (RA) nous avons eu recours à la méthode *Buy and Hold* Abnormal Return (BHAR) :

$$RA=BHAR_{i,12}=\prod_{t=1}^{12}(1+R_{i,t})-\prod_{t=1}^{12}(1+R_{m,t})$$

Avec:

¹¹ Une firme est *efficiente* si son *score* de gouvernance est égal à 1.

$BHAR_{i,12}$: Le rendement anormal réalisé par une firme i pendant 12 mois ($T=12$) ;

$R_{i,t}$: Le rendement de la firme i pendant le mois t ($t=12$) avec ($P_{i,t}$: Le prix de clôture ajusté du mois t) ;

$R_{m,t}$: Le rendement du marché. C'est la rentabilité moyenne de l'ensemble des firmes constituant l'échantillon pondérée par la capitalisation boursière.

Selon Zach (2003), il existe un biais dans la détermination des rendements anormaux lorsqu'il s'agit de données de panel. En effet, le calcul de ces rendements ne doit pas se limiter à une analyse en coupe transversale ou en série temporelle. Dans cette étude, l'auteur propose une autre démarche qui permet de tenir compte de l'effet de panel. Plus spécifiquement les firmes sont rangées à la fin de chaque année dans des déciles selon la qualité de la gouvernance. Une fois, les classements sont déterminés, les rendements anormaux pour chaque décile sont calculés en faisant la moyenne des rendements anormaux de toutes les firmes dans un décile particulier (c'est à dire pour toutes les années). En suivant une telle démarche, nous obtenons les résultats suivants :

Tableau 5 : Calcul des rendements anormaux selon la qualité de la gouvernance

Décile	Faible	2	3	4	5	6	7	8	9	Elevé
Indice de gouvernance	0.3874	0.4677	0.515	0.562	0.583	0.599	0.636	0.664	0.705	0.764
RA	1.67%**	1.35%	1.31%	1.88%**	2.09%**	1.85%	1.09%	1.51%	1.07%	1.92%***

, * : Significatif au seuil de 5% et 1%

Les résultats du tableau 5 montrent :

- L'existence d'un rendement anormal significatif pour les firmes appartenant au cinquième décile ; C'est à dire les firmes dont l'indice de gouvernance est égal en moyenne à 0,583. Ainsi nous pouvons conclure que la qualité de la gouvernance, pour ces firmes, sera bien perçue sur le marché.
- Une qualité de gouvernance assez bonne (reflétée à travers un indice de gouvernance qui excède 0.6) permet de générer un rendement anormal de 1,09% à 1,51%. Un tel résultat confirme les résultats des études antérieures en mettant en évidence la rémunération de la bonne gouvernance sur le marché. Néanmoins il est à remarquer qu'un tel profit est inférieur à celui mis en évidence dans les recherches précédentes. Plus précisément, l'étude de Gompers, Ishi et Metrick (2003) met en évidence un rendement anormal de l'ordre de 8,5%. Ainsi bien que ce rendement soit beaucoup

plus élevé que celui mis en évidence dans notre étude, ceci est attendu étant donné l'objectif du calcul de l'indice de gouvernance. Notre indice est établi en ayant recours au niveau de performance, alors que Gompers, Ishi et Metrick (2003) se sont basés sur les provisions de prise de contrôle dans l'élaboration de leur *score* de gouvernance. En conclusion nous pouvons attribuer les différences de rendement aux objectifs différents des études. De manière similaire, en menant une étude dans le contexte allemand, Drobetz, Schillhofer et Zimmermann (2004) trouvent que le rendement anormal relatif à la bonne gouvernance est de l'ordre de 12%. Cette différence de rendement est due à la différence des contextes.

- Il existe une différence dans le rendement des déciles extrême. Une telle différence est plus accentuée si nous considérons le deuxième et le neuvième décile.

5.2.2. L'existence d'une stratégie d'investissement basée sur la gouvernance dans le contexte américain

Dans ce qui suit nous allons vérifier si l'investisseur, sur le marché, tire profit en adoptant une stratégie d'investissement basée sur la qualité de la gouvernance. Pour ce faire, nous allons déterminer les rendements du portefeuille de couverture (rendement des titres appartenant aux déciles dont la qualité de la gouvernance est la plus élevée – les rendements des titres appartenant aux déciles dont la qualité de la gouvernance est la plus faible). Les résultats obtenus sont ci-dessous :

Tableau 6 : Calcul du rendement de la stratégie d'investissement

Décile	Rendement anormal (RA)
Faible	1.673%
2	1.351%
3	1.306%
4	1.884%
5	2.089%
6	1.852%
7	1.086%
8	1.514%
9	1.073%
Elevé	1.924%
Rendement de la stratégie	0.251%

Les résultats du tableau 6 montrent que les investisseurs sont prêts à payer une prime de l'ordre de 0,251%. En d'autre terme, si ces acteurs investissent un montant de 100\$ dans les entreprises 'bien gouvernées' et vendent à découvert les actions des entreprises n'ayant pas une bonne qualité de gouvernance alors ils vont réaliser un profit de 0,251 \$. Donc nous pouvons conclure que les rendements sur le marché sont sensibles à la qualité de la gouvernance et que les investisseurs peuvent par conséquent tirer profit en procédant à des stratégies d'investissement basées sur des portefeuilles de couverture. Ainsi l'hypothèse de cette étude est vérifiée.

CONCLUSION

Plusieurs études empiriques (Felton, Hudnut et Heeckeren, 1996) ont montré que le choix des titres ou de portefeuilles d'actions ne doit pas se limiter au couple (rendement, risque), mais doit incorporer d'autres éléments qui ont un effet direct sur la performance tels que le risque de marché, la taille, les rendements passés immédiats (*momentum*) et la qualité de gestion et de contrôle

Dans cette étude, nous avons voulu étudier l'importance de la qualité de la gouvernance dans l'évaluation des actions. Pour ce faire, nous avons sélectionné un échantillon de 624 firmes américaines pour lequel nous avons collecté des informations relatives aux caractéristiques financières et de gouvernance. Cette dernière a été appréhendée la structure de propriété, les caractéristiques du comité d'audit et l'efficacité et l'activité du conseil d'administration

En étudiant le comportement des investisseurs vis-à-vis de la bonne gouvernance, et en ayant recours à la méthode *Buy and Hold Abnomal Return*, nous avons pu démontrer que les investisseurs sont prêts à payer plus pour rémunérer la bonne qualité de gestion et de contrôle. En effet, nos résultats montrent que les investisseurs sont prêts à payer une prime égale à 0,251% pour rémunérer la bonne gouvernance. Plus précisément les investisseurs réalisent un rendement de 0,251% s'ils achètent les titres des entreprises '*bien gouvernées*' et s'ils vendent les titres des entreprises '*mal gouvernées*'. Ainsi nous pouvons conclure que les investisseurs ne doivent pas se contenter des informations macroéconomiques (les prévisions de l'inflation, nouvelles réglementations relatives à la taxation et à l'échange international...) pour évaluer les actions mais ils doivent prendre en considération des informations spécifiques aux entreprises et en particulier la qualité de gestion et de contrôle.

BIBLIOGRAPHIE

- AMIT R. et VILLALONGA B., 2004, "How Do Family Ownership, Management and Control Affect Firm Value?", Working Paper, Harvard Business School et the Wharton School.
- ASHBAUGH H., COLLINS D.W. et LAFOND R., 2005, "Corporate governance and the cost of equity capital", Working Paper, The University of Iowa
- BAI C.E., LIU Q., LU J., SONG F.M. et ZHANG J., 2004, "Corporate governance and markets valuation in china", *Journal of Comparative Economics*, 32, N°4, p.599-825
- Bauer, R., N. Günster et R. Otten (2004), "Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe: The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance", *Journal of Asset Management*, 5:2, pp. 91-104
- BEBCHUK L., COHEN A. et FERRELL A., 2004, "What matters in corporate governance", Working Paper, Harvard Law School.
- BROWN D.L. et CAYLOR M.L., 2004, "Corporate Governance and Firm Performance", Working Paper, Georgia State University.
- CAMPOS C.E., NEWELL R.E. et WILSON G, 2002, "Corporate governance develops in emerging markets", *McKinsey on Finance*, N°3, p.15-18.
- CHAVA S., DIERKER M. et LIVDAN D., 2005, "Do Shareholder Rights Affect the Cost of Bank Loans?", European Finance Association Meetings, Paper N°5061
- CHI J., 2005, "Understanding the endogeneity between firm value and shareholder rights", *Financial Management*, 34, N°4, p.65-76
- CLSA RESEARCH, 2001, *Saints & Sinners: Who's Got Religion?*, Hong Kong.
- CORE J., GUAY W. et RUSTICUS T., 2006, "Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Analysts' Expectations", Working Paper, *Journal of Finance*, 61, N°2, p.655-687
- COCHRANE J.H., 1999, "New Facts in Finance", Working Paper, National Bureau of Economic Research, N°7169.
- CREMERS M. et NAIR V., 2005, "Governance mechanisms and equity prices", *Journal of Finance*, 60, N°6, p.2859-2894.
- CREMERS M., NAIR V. et WEI C., 2004, "The Impact of Shareholder Control on Bondholders", Working Paper, Yale School of Management et New York University.

- DROBETZ W., SCHILLHOFER A. et ZIMMERMANN H., 2004, "Corporate governance and expected stock return: Evidence from Germany", *European Financial Management*, 10, N°2, p.267-285.
- DOIDGE C., KAROLYI G.A. et STULZ R.M., 2004, "Why do Countries Matter so Much for Corporate Governance?", Working Paper, European Corporate Governance Institute, N°50.
- DUNERV A. et KIM E.H., 2005, "To steal or not to steal: Firm characteristics, legal environment, and valuation", *Journal of Finance*, 60, N°3, p.1461-1493.
- FAHLENBRACH R., 2004, "Shareholder Rights and CEO Compensation", Working Paper, Wharton School.
- FEHR E. et SCHMIDT K.M., 1999, "A Theory of Fairness, Competition and Cooperation", *Quarterly Journal of Economics*, 114, N°3, p.817-868.
- FEHR E. et GÄCHTER S., 2000, "Fairness and Retaliation: The Economics of reciprocity", *Journal of Economic Perspectives*, 14, N°3, p.159-181.
- FELTON R.F., HUDNUT A. et HEECKEREN J.V., 1996, "Putting a value on corporate governance", *The McKinsey Quarterly*, 4, p.170.
- FURTADO E.P. et ROZEFF M.S., 1987, "The wealth effects of company initiated management changes", *Journal of Financial Economics*, 18, N°1, p.147-160.
- GIANNETTI M et SIMONOV A. , 2006, "Which Investors Fear Expropriation?: Evidence from Investors' Stock Picking", *Journal of Finance*, 61, N°3
- GOMPERS P., ISHI J.L. et METRICK A., 2003, "Corporate governance and equity prices", *Quarterly Journal of Economics*, 118, N°1, p.107-155.
- GROSSMAN. S., 1976, " On the efficiency of competitive stock markets where traders have diverse information", *Journal of Finance*, 31, N°2, p.573-585.
- GUGLER K., MUELLER D.C. et YURTOGLU B.B., 2004, "Corporate governance and the return on investment", *The Journal of Law and Economics*, 47, N°2, p.589-633.
- HARFORD J., MANSI S.A. et MAXWELL W.F., 2004, "Corporate Governance and a Firm's Cash Holdings", Working Paper, University of Washington.
- JIRAPORN P., KIM S.Y., DAVIDSON W.N. et SINGH M., 2006, "Corporate governance, shareholder rights and firm diversification: An empirical analysis", *Journal of Banking and Finance*, 30, N°3, p.947-977.
- JOHNSON S., BOONE P., BREACH A. et FRIEDMAN E., 2000, "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics*, 58, N°1-2, p.141-186.
- KOEHN D. et UENG J., 2005, "Evaluating the Evaluators: Should Investors Trust Corporate Governance Metrics Ratings?", *Journal of Management & Governance*, 9, N° 2; p.111-129.

- KLOCK M.S., MANSI S.A. et MAXWELL W.F., 2005, “Does Corporate Governance Matter to Bondholders?”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, N°4, p.693-720
- LEMMON M et LINS K.V., 2003, “Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the east Asian financial crisis”, *Journal of Finance*, 58, N°4, p.1445-1468.
- LINS K. et WARNOCK F., 2004, “Corporate governance and the shareholder base”, Working Paper, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), series International Finance Discussion Papers, N°816.
- LITOV L.P., 2005, “Corporate Governance and Financing Policy: New Evidence”, Working Paper, New York University.
- MAHAJAN A. et LUMMER S., 1993, “Shareholder wealth effects of management changes”, *Journal of Business, Finance and Accounting*, 20, N°3, p.393-410.
- MITTON T., 2002, “A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis”, *Journal of Financial Economics*, 64, N°2, p.215-241
- NEUMANN R et VOETMANN T., 1999, “Does Ownership Matter?: Evidence from Changes in Institutional and Strategic Investors' Equity Holdings”, Working Paper, Copenhagen Business School.
- ODEAN T., 1998, “Are investors reluctant to realize their losses?”, *Journal of Finance*, 53, N°5, p.1775-1998.
- PALEPU K., KHANNA T. et KOGAN J., 2006, “ Globalization and similarities in corporate governance: A cross- country analysis”, *The Review of Economics and Statistics*, 88, N°1, p.69-90
- SHLEIFER A. et VISHNY R.W., 1997, “A survey of corporate governance”, *Journal of Finance*, 52, N°2, p.737-783
- STANDARD & POOR, 2002, “Corporate governance scores –frequently asked questions”.
- YERMACK D., 2005, “Flights of Fancy: Corporate Jets, CEO Perquisites, and Inferior Shareholder returns”, Working Paper, New York University.
- ZACH T., 2003, “Inside the accrual anomaly”, Working Paper, Washington University.