



Essai d'analyse de la qualité de la gouvernance des entreprises tunisiennes

Imen Khanchel

Im_khanchel@yahoo.fr

Institut Supérieur des Etudes Technologiques En Communication

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

Résumé :

La Tunisie a adopté durant ces dernières années des réformes en matière de gouvernance. Ainsi nous avons essayé à travers cet article d'étudier les pratiques du système de gouvernance dans ce pays émergent. En effet, en nous basant sur un échantillon de 24 entreprises cotées sur la bourse des valeurs mobilières de Tunis, nous avons pu démontrer que la qualité de gouvernance au sein de ces entreprises ne conduit pas une maximisation de la richesse des actionnaires. Nos résultats montrent que la qualité de gouvernance des entreprises étudiées n'est pas efficace.

Mots clés : gouvernance, réformes, économie tunisienne

Essai d'analyse de la qualité de la gouvernance des entreprises tunisiennes

Résumé :

La Tunisie a adopté durant ces dernières années des réformes en matière de gouvernance. Ainsi nous avons essayé à travers cet article d'étudier les pratiques du système de gouvernance dans ce pays émergent. En effet, en nous basant sur un échantillon de 24 entreprises cotées sur la bourse des valeurs mobilières de Tunis, nous avons pu démontrer que la qualité de gouvernance au sein de ces entreprises ne conduit pas une maximisation de la richesse des actionnaires. Nos résultats montrent que la qualité de gouvernance des entreprises étudiées n'est pas efficace.

Mots clés : gouvernance, réformes, économie tunisienne

INTRODUCTION

L'efficacité de la gouvernance a été largement étudiée. Les scandales qu'ont connus les entreprises (telles que Enron, Worldcom aux Etats Unis, ou encore France Telecom et Vivendi Universal en France), les cas de fraudes, les actionnaires poursuivis en justice sont autant d'éléments qui ont attiré l'attention et qui ont renforcé le rôle de la gouvernance. En effet, face à ces scandales, le conseil d'administration confronte un nouveau défi en vue de renforcer son rôle de contrôle. Dans ce cadre, le rapport de *Conference Board (2003)* incite les entreprises à améliorer leur système de gouvernance à travers la mise en place de bonnes pratiques. Ces dernières sont supposées améliorer l'indépendance de l'organe de contrôle interne, la transparence et l'efficacité à l'atteinte des objectifs (Heracleous, 2001).

L'objectif de cet article est d'étudier la qualité de gouvernance dans les entreprises tunisiennes. Pour ce faire nous allons présenter en premier lieu l'importance de la gouvernance de nos jours. Ensuite nous allons essayer d'étudier les spécificités contextuelles du système de gouvernance en tunisie. Afin de formuler par la suite nos hypothèses. Enfin nous présentons notre méthodologie et notre test empirique relatif à l'étude de la qualité de la gouvernance en tunisie.

1- LA GOUVERNANCE, UNE SOURCE D'AVANTAGE CONCURRENTIEL

Les études antérieures (Demsetz et Lehn, 1985 ; Morck, Shleifer et Vishny, 1988 ; McConnell et Servaes, 1990 ; Hermalin et Weisbach, 1991) montrent que la performance est affectée par la structure de gouvernance d'une firme. Ainsi pour être plus performantes et pour gagner des avantages concurrentiels, les firmes modifient leurs structures de gouvernance en incorporant des éléments qui sont bien perçus par tous les acteurs. Dans ce cadre, ces entreprises peuvent adopter les bonnes pratiques des autres firmes et peuvent choisir les pays ou les régions dans lesquels elles vont opérer. En outre, les firmes n'ayant pas

des avantages concurrentiels durables dans certains marchés internationaux et celles qui veulent gagner un avantage concurrentiel dans d'autres marchés peuvent atteindre leur objectif à travers la modification de leurs structures de gouvernance.

Ainsi en nous basant sur ces arguments, deux sources d'avantages concurrentiels relatives à la gouvernance, pour lesquelles les entreprises ont le contrôle, peuvent être identifiées à savoir la transparence de la gestion qui sera traitée en premier lieu, et le développement des relations à long terme entre le dirigeant de l'entreprise et tous les acteurs, qui sera traité en second lieu.

1-1- LA TRANSPARENCE DE LA GESTION

Les structures de gouvernance peuvent réduire, pour les apporteurs de capitaux, les coûts associés au risque et à l'incertitude. Ces structures permettent aux entreprises d'avoir un avantage concurrentiel qui conduit à une maximisation de la valeur de la firme à long terme et à l'amélioration du contrôle des transactions financières (Johnson et Neave, 1994).

Dans ce contexte, et étant donnée que toutes les ressources perdent de la valeur (Rubach et Sebor, 1998), les entreprises doivent être en mesure de mettre en place une stratégie d'investissement optimale afin de maintenir les ressources existantes. La recherche d'un avantage concurrentiel exige le maintien de ces investissements. Ainsi la capacité à attirer les investissements en capital est devenue une source de compétitivité. Toutefois, l'attraction des investisseurs ne peut être garantie que par une divulgation suffisante des informations aux investisseurs. Cette divulgation, conduit ces derniers à bien évaluer la firme et donc contribue à la compétitivité (Rubach et Sebor, 1998). Une telle évaluation peut être assurée à travers une gouvernance caractérisée par une grande transparence des transactions financières. Cette transparence peut être garantie d'abord en évitant le besoin d'avoir une réglementation rigide et en forçant les dirigeants à divulguer assez d'informations. Ensuite, en permettant aux

analystes d'évaluer les données financières de la firme. Enfin en assurant un contrôle continu plutôt que d'avoir recours à la prise de contrôle considérée comme le premier marché permettant de discipliner le dirigeant (Lowenstein, 1996).

En conclusion, nous pouvons dire que les entreprises dont les pratiques de gouvernance assurent une transparence financière ont un avantage concurrentiel en terme de réduction des coûts de contrôle du dirigeant (Rubach et Sebor, 1998).

1-2- LE DEVELOPPEMENT DES RELATIONS ENTRE LES *STAKEHOLDERS*

Etant donnée que « *l'objectif fondamental de la gouvernance est l'augmentation de la valeur pour les actionnaires tout en prenant en considération les intérêts des autres acteurs* » (Mohanty, 2003 p 8), donc si l'entreprise a une gouvernance appropriée elle doit être reflétée dans la relation de la firme avec les différents acteurs (les créanciers, les employés, les clients, les fournisseurs, l'état et la société en général). Ainsi le développement de bonnes relations entre les différents acteurs de l'entreprise permet d'améliorer la communication entre ces derniers. Dans ce cadre, Roe (1997) montre que les bonnes relations qui lient les parties prenantes de l'entreprise peuvent conduire à une plus grande flexibilité du capital et à une réduction du coût de l'information.

2- QUALITE DE LA GOUVERNANCE

2-1- LA BONNE GOUVERNANCE A TRAVERS LE MONDE

Plusieurs auteurs ont essayé de définir un système de gouvernance efficace. Par exemple, Gugler, Mueller et Yurtoglu (2003) montrent qu'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. Ainsi l'alignement des intérêts des deux parties (dirigeants et actionnaires) est plus commode dans les pays où les actionnaires peuvent aisément contrôler

les dirigeants et où une prise de contrôle hostile peut avoir lieu si la performance de l'entreprise n'est pas satisfaisante.

Shleifer et Vishny (1997) montrent qu'un bon système de gouvernance est une combinaison adéquate de la protection légale des investisseurs et de la concentration de la structure de propriété.

L'étude de John et Kedia (2002) révèle qu'un système de gouvernance optimal est déterminé en fonction du degré de développement des institutions financières et des marchés.

Selon Almazon et Suarez (2003), un système de gouvernance fiable, est un système déterminé en fonction des motivations des dirigeants dans l'amélioration de la gestion de l'entreprise et en fonction de la politique de rémunération du dirigeant.

2-2- LES CARACTERISTIQUES DU SYSTEME DE GOUVERNANCE TUNISIEN

2-2-1- Le contrôle interne

Afin de renforcer la protection des investisseurs et des actionnaires minoritaires, de nouvelles réglementations ont été mises en place. En effet, à côté de la forme classique du conseil d'administration (la structure moniste), le code de commerce tunisien a introduit en 2000 une nouvelle forme de gouvernance d'entreprise (la structure dualiste). Cette forme s'apparente à celle qui existe dans le contexte allemand. Selon cette nouvelle forme, le directoire assure la fonction de gestion alors que la fonction de contrôle est attribuée au conseil de surveillance. En effet, le directoire est un organe de gestion comme le conseil d'administration. Néanmoins les modalités de fonctionnement sont plus rigides au sein de ce dernier.

Dans la structure dualiste, les membres du conseil de surveillance doivent avoir la qualité d'actionnaire. De l'autre côté, le statut juridique des membres du directoire est proche beaucoup plus de celui des directeurs salariés que de celui des mandataires sociaux. De plus

chaque membre du directoire a un pouvoir permanent de direction et de représentation. Enfin le directoire peut être composé d'une seule personne, au moins, et de cinq membres au plus. Ces derniers (et également le Président du directoire) sont nommés par le conseil de surveillance.

Dans la structure moniste, les administrateurs ne sont pas nécessairement des actionnaires. En effet, dans les sociétés anonymes, le Code de commerce (2000) préconise l'ouverture du conseil d'administration à des compétences externes. De plus le nombre d'administrateurs ne doit ni être inférieur à trois membres ni supérieur à douze.

2-2-2- La structure de propriété

Les relations qui peuvent exister entre les actionnaires (majoritaires ou non) et le dirigeant ne sont pas assez développées dans le système de gouvernance tunisien. En effet, les actionnaires majoritaires (représentant des familles dans la majorité des entreprises) exercent un pouvoir important contraignant les dirigeants de renforcer leur position et leur rôle au sein des entreprises. Par conséquent les problèmes d'agence dans le cadre tunisien sont entre les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires. Dans ce cadre, une étude de la structure de propriété des entreprises tunisiennes montre que la concentration de la propriété est une caractéristique importante du système de gouvernance étudié (Omri, 2003). En effet, dans les entreprises cotées, les trois premiers actionnaires détiennent plus que 50% du capital. De plus, dans 15% de ces entreprises la totalité du capital est détenu par les trois premiers actionnaires. Ajoutons que l'actionnaire principal détient en moyenne le tiers du capital et dans 20% des firmes cotées (soit neuf entreprises) ce même actionnaire détient plus que la moitié du capital.

Tableau 1: Identités des actionnaires des entreprises cotées (2002)

<i>Type d'investisseurs</i>	<i>banques</i>	<i>IFNB¹</i>	<i>industries</i>	<i>Commerces</i>	<i>Services</i>
État	18,8	6	19,8	48,2	23,5
Banques	7,6	20,2	24,2	11	22,1
Assurances	11,8	16,3	7,6	10,3	11,1
Investisseurs étrangers	10,1	4,2	4,2	0	1,7
Investisseurs individuels	5,3	1,6	4,5	11,0	13
Personnes légales	7,4	18,5	19,4	10,8	3
Familles	39	33,2	20,3	8,7	25,6
Total	100	100	100	100	100

Sources : Statistiques de la Bourse des Valeurs Mobilières (2002)

Concernant l'identité des actionnaires, et en se basant sur les résultats fournis par le tableau 1, nous constatons que la structure de propriété en Tunisie est concentrée entre les mains de l'État, les banques et les familles. Les investisseurs étrangers ont des participations importantes aussi bien dans le secteur bancaire (10,1%) que dans les institutions financières non bancaires (4,2%) ou les entreprises du secteur industriel (4,2%). Leur participation est négligeable dans les entreprises du secteur de service (1,7%) et absente dans le secteur commercial. A l'inverse, les investisseurs individuels s'intéressent plus aux secteurs des services (13%) et du commerce (11%) qu'au secteur bancaire (5,3%) et industriel (4,5%). De même, la part détenue par l'État demeure fondamentale dans certaines firmes. Pour le reste des entreprises, ce rôle commence à devenir de plus en plus limité avec la privatisation. Enfin nous remarquons que les familles détiennent une part importante du capital et en particulier dans les banques et les institutions financières non bancaires.

Dans ce contexte, Omri (2003), a étudié l'impact de la structure de propriété sur la performance des entreprises tunisiennes. Les résultats montrent qu'il y a une relation significative entre ces deux paramètres.

¹ Institutions financières non bancaires

3- LES HYPOTHESES

Une société qui maximise la richesse des actionnaires investit jusqu'au point où le revenu marginal de l'investissement est égale à son coût du capital.

Ainsi si on désigne par r la rentabilité des investissements et i le coût de capital, la richesse des actionnaires atteint son maximum si le revenu moyen de l'investissement est supérieur ou égal au revenu marginal : en d'autres termes si $r/i \geq 1$ c'est à dire le Q de Tobin marginal est supérieur à 1: $q_m \geq 1$.

Ajoutons que si les intérêts des dirigeants et des actionnaires peuvent être alignés alors nous pouvons dire que le système de gouvernance est fort (Gugler, Mueller et Yurtooglu, 2004). A l'opposé, les systèmes de gouvernance faibles permettent parfois au dirigeant d'avoir un comportement opportuniste discrétionnaire et qui ne respecte pas les intérêts des actionnaires. Ce raisonnement nous mène à attendre $q_m < 1$ si le système de gouvernement est faible. Ainsi nous essayons de vérifier laquelle des deux hypothèses ci-dessous est vérifiée dans le contexte tunisien.

H1: Si le système de gouvernance est fort et adéquat alors $q_m \geq 1$.

H2 : Si le système de gouvernance est faible alors $q_m < 1$.

4- ETUDE DE LA QUALITE DE GOUVERNANCE DANS LES ENTREPRISES TUNISIENNES

Dans cette section nous allons essayer, grâce au test empirique de répondre aux questions suivantes : est-ce que la qualité de la gouvernance des entreprises tunisiennes est bonne ? Et est ce que ces dernières maximisent la richesse pour leurs actionnaires ($q_m > 1$) ou non ($q_m < 1$) ? Ainsi nous allons présenter en premier lieu l'échantillon et les variables utilisées suivies de la méthodologie de recherche enfin nous allons exposer nos résultats.

4-1 PRESENTATION DE L'ECHANTILLON

Cette étude se base sur un échantillon de 24 entreprises tunisiennes cotées à la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis tout en excluant les institutions financières étant donnée leurs spécificités. La période de l'étude s'étale sur quatre ans de 2000 à 2003.

4-2- LES VARIABLES

Tableau 3 : Présentation des variables

	Définition	Mesure
S_t	La valeur marchande des actions	le nombre des actions (N) * le prix (E)
D_t	Dettes	Le montant des dettes
M_t	La valeur marchande de l'entreprise à l'instant t	$S_t + D_t$
BN	Bénéfice net	
DEP	La dépréciation comptable du capital	Les dotations aux amortissements
DIV	Le dividende payé par l'entreprise aux actionnaires	Dividende par action × nombre d'actions
ΔD	Variation de la dette	$D_t - D_{t-1}$
ΔS	Variation de fonds propres	$S_t - S_{t-1}$
i	Le coût de capital	$CMPC = k_e \times S/M + k_d \times (1-t) \times D/M$ k_e : coût des fonds propres; k_d : coût de la dette
δ_t	Taux de dépréciation du capital	Taux d'amortissement moyen
I_t	La valeur de l'investissement	$I = BN + DEP - DIV + \Delta D + \Delta S$
r	Le rendement des investissements	BN/I
q_m	Le q de Tobin marginal	r/i
CF_{t+j}	le cash flow généré par un investissement dans t+j périodes	

4-2- LA METHODOLOGIE

Soit la valeur actuelle nette (VAN) définie comme suit :
$$VAN_t = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{CF_{t+j}}{(1+i_t)^j} \quad (1)$$

En nous basant sur le ratio du rentabilité pseudo- permanent r_t / i_t (Ce ratio est appelé q_{mt}), la valeur actuelle nette (VAN) est :

$$VAN_t = \frac{I_t r_t}{I_t} = q_m I_t \quad (2)$$

Si l'entreprise avait investi la même somme dans un projet qui produit un rendement permanent r_t ce projet aurait rapporté la même valeur que celui entrepris actuellement.

q_m c'est la clé statistique dans notre analyse. En effet, si une société maximise la richesse des actionnaires, elle n'entreprend aucun investissement pour lequel $q_m < 1$. cependant si la une société accepte un projet d'investissement ayant un ratio de rentabilité (q_m) inférieur à 1, alors l'entreprise confronte un problème de sous investissement ce qui peut engendrer des problèmes d'agence au sein de la firme. Ainsi nous pouvons conclure que q_m permet de quantifier les problèmes d'agence et nous allons la considérer comme dans l'étude de Gugler, Mueller et Yurtooglu (2004) une mesure de la qualité de gouvernance.

La valeur marchande d'une société à la fin de la période t peut être défini comme suit:

$$M_t = M_{t-1} + VAN_t - \delta_t M_{t-1} + \mu_t \quad (3)$$

Avec : μ_t l'erreur du marché en évaluant M_t

En faisant la soustraction de M_{t-1} des deux membres de l'équation (3), et en remplaçant

VAN_t par $q_m I_t$, nous obtenons l'équation suivante:

$$M_t - M_{t-1} = q_m I_t - \delta_t M_{t-1} + \mu_t \quad (4)$$

Néanmoins l'hypothèse d'efficience des marchés de capitaux implique que le terme d'erreur dans l'équation (4) a une espérance nulle. Ainsi pour respecter cette hypothèse nous adoptons la transformation suivante :

$$\frac{M_t - M_{t-1}}{M_{t-1}} = -\delta_t + \frac{q_m I_t}{M_{t-1}} + \frac{U_t}{M_{t-1}} \quad (5)$$

avec δ_t : est le taux de dépréciation : la dépréciation de la valeur de marché durant l'année t lorsque aucun investissement n'est entrepris. Ce taux de dépréciation diffère d'une entreprise à une autre et dépend de la nature de capital possédé.

q_m : est la clé statistique dans notre étude qui mesure les problèmes d'agence et évalue la qualité de gouvernance.

Dans l'équation (5), l'hypothèse d'efficience des marchés de capitaux est vérifiée puisque le terme d'erreur a une espérance nulle. Par conséquent nous allons nous baser sur l'équation (5) pour étudier la qualité de la gouvernance en Tunisie.

4-4 ESTIMATION ET RESULTATS

Tableau 4 : Statistiques descriptives

Variables	N	Moyenne	Ecart type
$(M_t - M_{t-1})/M_{t-1}$	96	0.013	0.473
I_t/M_{t-1}	96	0.243	0.410
CF_t/M_{t-1}	96	0.131	0.123
$\Delta DT/M_{t-1}$	96	0.033	0.203
$\Delta st/M_{t-1}$	96	0.019	0.069

- La valeur marchande des entreprises s'améliore d'une année à une
- L'investissement représente environ 25% de la valeur marchande des entreprises. Le niveau de volatilité qui atteint 0,41 est attribuée au secteur d'activité. En effet, l'investissement est plus important dans les secteurs des communications et d'investissement par rapport au secteur d'industrie agroalimentaire.
- En moyenne les *cashes flows* représentent 13,1% de la valeur marchande de l'année précédente avec une variabilité de l'ordre de 0,123

- En moyenne la variation des dettes est plus importante que la variation des fonds propres (par rapport à la valeur marchande). Néanmoins la volatilité des fonds propres est plus faible que celle des dettes.

Avant d'estimer l'équation (5), nous avons testé si le modèle est à effet fixe ou à effet aléatoire. Le test de spécification (Hausman, 1978) de l'homogénéité ou de l'hétérogénéité du processus générateur de données indique que notre modèle est à effet aléatoire. En effet, l'acceptation de l'hypothèse nulle de ce test implique que le modèle retenu est à effet individuel aléatoire.

En estimant l'équation (5) par la méthode des moindres carrés ordinaires, nous obtenons les résultats suivant :

Tableau 5 : Modèle à effet aléatoire individuel

Variables	Coefficients estimés	T statistique
I_t / M_{t-1}	0,432	7,083
$R^2 = 0.66$; $F = 89.261$ ***		
*** : Significatif au seuil de 1%		

Selon les estimations, nous remarquons que $q_m = 0,432$. Ainsi nous pouvons conclure que la qualité de gouvernance en Tunisie est faible étant donné que q_m est inférieur à 1. Ainsi nous pouvons confirmer l'hypothèse 2. Ainsi nous pouvons conclure que le système de gouvernance en Tunisie est similaire à celui des firmes appartenant à des nations caractérisées par un système légal français. Cette conclusion est basée sur les résultats de l'étude de Gugler, Mueller et Yurtooglu (2004) qui montrent que le q_m est égal à 0,59 dans les pays à origine légale française. Ajoutons que selon La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (1997), les pays ayant un système légal d'origine française sont caractérisés par des systèmes de gouvernance les 'moins fiables' par rapport aux pays ayant d'autres origines légales.

Plusieurs facteurs expliquent la faiblesse du système de gouvernance tunisien :

- A peu près 100% des PDG des entreprises cotées occupent la direction générale du conseil d'administration et cela va être toujours en faveur de l'intérêt de dirigeant au détriment de l'intérêt des actionnaires.

- Le capital des entreprises est fortement concentré: dans plus de 50% des entreprises l'actionnaire majoritaire détient plus de 50% du capital et il est dans la plupart des cas le dirigeant. Ainsi les intérêts des actionnaires minoritaires ne seront pas suffisamment pris en considération.

- La responsabilité n'est pas un facteur très développé en Tunisie. En effet, en se basant sur une échelle allant de 1 à 100, Kaufman, Kray et Lobaton (2003), montrent que la responsabilité dans les entreprises tunisiennes est de l'ordre de 22,7
- Malgré l'intervention considérable de l'état au sein des entreprises tunisiennes, (Kaufman, Kray et Lobaton (2003) attribuent un score égal à 71.6 (sur une échelle de 100) pour évaluer l'efficacité du gouvernement
- Enfin la qualité de la réglementation tunisienne n'est pas assez bonne (évaluée à 53.6²) et le rôle des textes de lois reste assez limité (évaluée à 61.3³).

CONCLUSION

Dans le cadre de cette étude, nous avons essayé d'étudier la qualité de la gouvernance dans le contexte tunisien. En effet, nous avons présenté les spécificités contextuelles de la gouvernance en Tunisie. Puis et grâce au test empirique nous avons analysé la qualité de la gouvernance des entreprises tunisiennes. Nos résultats montrent que les entreprises tunisiennes sont caractérisées par une gouvernance faible (en terme de maximisation de la richesse des actionnaires). Ce résultat a été expliqué par trois facteurs à savoir :Le contrôle

² Selon Kaufman, Kray et Lobaton (2003)

³ Selon Kaufman, Kray et Lobaton (2003)

exercé par les actionnaires majoritaires dans la plupart des entreprises, la réglementation n'est pas assez développée et les textes de lois ne jouent pas un rôle très important.

BIBLIOGRAPHIE

Almazon A. et Suarez J., 2003, "entrenchment and severance pay in optimal governance structures", *Journal of Finance*, 58 (2), p.519-548.

Charreaux G., 1997, *Le gouvernement des entreprises, théories et faits*, Paris, Economica.

Conference board, 2003, "Corporate governance best practices: a blueprint for the post-enron era".

Demsetz H. et Lehn K., 1985, "The structure of corporate ownership: causes and consequences", *Journal of Political Economy*, 93, p.1155-1177.

Gugler K., Mueller D.C. et Yurtoglu B.B., 2003, « *Corporate governance and the return on investment* », Working Paper, http://ssrn.com/abstract_id=299520.

Hausman, J.A., 1978, "Specification tests in econometrics", *Econometrica*, 46, p.1251-1271

Heracleous L., 2001, "What is the impact of corporate governance on organisational performance?" , *Corporate Governance : An International Review*, 9(3), p.165- 173.

Hermalin B.E. et Weisbach M.S., 1991, "The effects of board composition and direct incentives on firm performance" , *Financial Management*, 20, p.101-112.

Johnson L. et Neave E., 1994, "Governance and competitive advantage", *Managerial Finance*, 20, p.54-68.

John K. et Kedia S., 2002, "Design of corporate governance: role of ownership, takeovers, and bank debt", Working Paper, Harvard University.

Kaufman D., Kray A. et Lobaton P.Z., 2003, " Governance matters II : Updated indicators 2000-01", Policy Research Working Paper.

- Lowenstein L., 1996, “Financial transparency and corporate governance: you manage what you measure”, *Columbia Law Review*, 96, p.1335-1353.
- McConnell J.J. et Servaes H., 1990, “Additional evidence on equity ownership and corporate value”, *Journal of Financial Economics*, 27, p. 595-612.
- Mohanty P., 2003, “Institutional investors and corporate governance in India”, working paper, http://ssrn.com/abstract_id=353820.
- Morck R., Shleifer A. et Vishny R.W., 1988, “Management ownership and market valuation: an empirical analysis”, *Journal of Financial Economics*, 20, p.293-315.
- Omri. A., 2003, “Systèmes de gouvernement et performance des entreprises tunisiennes” *Revue Française de Gestion*, 142.
- Rapport Cadbury, 1992, “ Report of the committee on the financial aspects of corporate governance”.
- Roe M., 1997, “ The political roots of American corporate finance”, *bank of American Journal of Applied Finance*, 9(4), p.8-22
- Rubach M.J. et Seborá T.C., 1998, “Comparative corporate governance: competitive implications of an emerging convergence”, *Journal of World Business*, 33 (2), p.167-184
- Shleifer A. et Vishny R.W., 1997, “A survey of corporate governance”, *Journal of Finance*, 52, p.737-783
- Wojcik. D., “Change in the German model of corporate governance: evidence from block holdings 1997-2001”, Working Paper, University Of Oxford.