



ÉCOLE SUPÉRIEURE DE COMMERCE
UN SIÈCLE DE FORMATION I

UMONS
Université de Mons



École Supérieure de Commerce d'Alger

Laboratoire REDSIEM

Université de Mons

Faculté Warocqué d'Économie et de Gestion

École doctorale thématique en Sciences de Gestion ULB-ULG-UMONS

THESE EN COTUTELLE

Gouvernance et Performance des Entreprises Algériennes

Privées:

**Analyse des Relations entre le Conseil d'Administration, la
Structure du Capital et la Performance Financière**

Adja Hamida

Thèse défendue publiquement le 16/06/2022 pour l'obtention du diplôme de
docteur en sciences de gestion

Membres du Jury

Président : Professeur Boussafi Kamel, École Supérieure de Commerce d'Alger

Directeurs de thèse : Professeur Kechad Rabah, École Supérieure de Commerce d'Alger
Professeur Colot Olivier, Université de Mons

Examineurs : Professeur Belaidi Abdelaziz, École Supérieure de Commerce d'Alger
Professeur Comblé Karin, Université de Mons
Professeur Bauweraerts Jonathan, Université de Mons
Professeur Rahmania Nadjji, Université de Lille

Dédicaces

*Je serai profondément heureuse de dédier ce modeste travail
A mes chers parents, qui n'ont jamais cessé de me soutenir et de
m'épauler durant toute ma vie, je leur souhaite une longue vie.*

A mes frères et sœurs,

A ma nièce Fatima Zahra,

A tous mes proches.

Adja

Remerciements

« La gratitude est la clé qui ouvre les portes du vrai savoir »

Omraam Mikhaël Aïvanhov (2006)

En tout premier lieu, je remercie dieu, le tout puissant de m'avoir donné la force, la patience et le courage pour mener à bien ce travail.

J'exprime toute ma reconnaissance au professeur **Rabah Kechad**, mon directeur de thèse pour m'avoir guidé à chaque étape de mon parcours doctoral. Je le remercie pour son soutien et ses encouragements qui m'ont permis de réaliser cette thèse dans les meilleures conditions.

Mes remerciements les plus sincères s'adressent au professeur **Olivier Colot**, mon co-directeur de thèse, pour la confiance qu'il m'a accordé en acceptant d'encadrer mes recherches doctorales. Je le remercie pour son écoute, ses conseils, sa grande disponibilité et sa générosité par rapport au temps précieux qu'il a consacré à diriger cette thèse.

Je voudrais également exprimer ma profonde gratitude au professeur **Nadji Rahmania** pour son accueil chaleureux au laboratoire « Paul Painlevé ». Je le remercie pour l'opportunité qu'il m'a offerte et pour les connaissances précieuses que j'ai apprises en matière d'analyse des données au sein de ce laboratoire.

Je tiens particulièrement à adresser mes remerciements au professeur **Kamel Boussafi**, le directeur de l'école supérieure de commerce pour m'avoir encouragé et facilité les démarches administratives concernant mes séjours à l'étranger.

Je souhaite également exprimer mes grands remerciements au ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique Algérien et à la Banque Nationale de Belgique pour les financements qui me sont octroyée pour la réalisation de cette thèse.

Je tiens également à remercier les membres de jury pour leur acceptation d'examiner ce travail.

Enfin, mes vifs remerciements à tous ceux qui m'ont encouragé, soutenu et conforté tout au long de ce travail.

Liste des Tableaux

Tableau 1-1 : Synthèse des études empiriques sur la relation entre les caractéristiques du conseil d'administration et la performance des entreprises	31
Tableau 1-2: Les problèmes globaux de la gouvernance selon les deux grandes générations de PME.....	41
Tableau 2-1 : Notations relatives à la firme non endettée F1 et à la firme endettée F2	58
Tableau 3-1: Résumé des hypothèses de la recherche	136
Tableau 3-2: Les principaux paradigmes épistémologiques	141
Tableau 3-3 : Synthèse des variables utilisées	157
Tableau 4-1 : Statistiques descriptives de l'ensemble des variables	175
Tableau 4-2: Statistiques descriptives après transformation des données.....	177
Tableau 4-3 : Le test de stationnarité	178
Tableau 4-4 : Le test de normalité des résidus	179
Tableau 4-5 : Le test VIF	180
Tableau 4-6 : Matrice de corrélation	181
Tableau 4-7 : Le test de l'hétéroscédasticité de Breusch-Pagan / Cook-Weisberg.....	182
Tableau 4-8 : Le test de l'autocorrélation de Wooldridge.....	182
Tableau 4-9 : Le test d'endogénéité des variables de Durbin-Wu-Hausman (DWH).....	183
Tableau 4-10 : L'impact du conseil d'administration et de la structure du capital sur la performance des entreprises	188
Tableau 4-11 : L'impact du conseil d'administration sur la structure du capital.....	190
Tableau 4-12 : L'effet médiateur de la structure du capital sur la relation entre le conseil d'administration et la performance financière.....	192
Tableau 4-13 : L'effet modérateur de la structure du capital sur la relation entre le conseil d'administration et la performance	194
Tableau 4-14 : L'impact non linéaire du conseil d'administration et de la structure du capital sur la performance des entreprises	198
Tableau 4-15 : L'impact non linéaire du conseil d'administration sur la structure du capital.....	200
Tableau 4-16 : Tests de robustesse pour le modèle linéaire.....	202
Tableau 4-17 : Tests de robustesse pour le modèle non linéaire.....	203
Tableau 4-18 : Synthèse des résultats de la recherche	223

Liste des Figures

Figure 0-1 : Architecture de la thèse	11
Figure 1-1: La relation entre le conseil d'administration et la performance de l'entreprise	17
Figure 2-1 : Évolution de la capitalisation boursière globale.....	90
Figure 2-2: Évolution de la capitalisation boursière par rapport au PIB.....	91
Figure 2-3 : La structure de la bourse d'Alger	95
Figure 2-4 : Évolution du marché secondaire des titres de capital.....	96
Figure 2-5: Évolution de l'encours des obligations cotées	98
Figure 2-6: Évolution du marché secondaire des obligations	99
Figure 2-7: Évolution de l'encours des OAT	100
Figure 2-8: Évolution du marché secondaire des OAT	100
Figure 3-1 : Cadre conceptuel de la recherche	109
Figure 4-1 : Effet de l'endettement total sur la performance financière des entreprises algériennes.....	207
Figure 4-2 : Effet de la taille du conseil d'administration sur la structure du capital des entreprises algériennes	214
Figure 4-3 : Effet modérateur de la diversité des âges sur la relation entre l'endettement total et la performance des entreprises algériennes (ROA et ROE).....	223

Liste des Abréviations

Abréviati <u>o</u> n	Significati <u>o</u> n
BLUE	Best Linear Unbiased Estimator
BOAL	Bulletin Officiel des Annonces Légales
CA	Conseil d'Administration
CARE	Cercle d'Action et de Réflexion autour de l'Entreprise
CNRC	Centre National du Registre du Commerce
COSOB	Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse
DWH	Durbin-Wu-Hausman test
EPE	Entreprises Publiques Economiques
ETI	Entreprises de Taille Intermédiaire
EURL	Entreprise Unipersonnelle à Responsabilité Limitée
FE	Effets fixes
GMM	Generalized Method of Moments
IOB	Intermédiaires en Opérations de Bourse
M&M	Modigliani et Miller
MCG	Moindres Carrés Généralisés
MCO	Moindres Carrés Ordinaires
OAT	Obligations Assimilables du Trésor
OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Economiques
ONS	Office National des Statistiques
PIB	Produit Intérieur Brut
PME	Petites et Moyennes Entreprises
POT	Pecking Order Theory
ROI	Return on Investments
ROS	Return of sales
SARL	Société à Responsabilité Limitée
SGBV	Société de Gestion de la Bourse des Valeurs mobilières
SPA	Sociétés Par Actions
TOT	Trade Off Theory
TPE	Très Petite Enterprises
VIF	Variance Inflation Factor

Sommaire

Dédicaces	I
Remerciements	II
Liste des Tableaux	III
Liste des Figures	IV
Liste des Abréviations	V
Sommaire	VI
Résumé	VII
Abstract	VIII
Introduction générale	1
Première partie : Revue de littérature et contexte de recherche	12
Chapitre 1 : Le conseil d'administration, mécanisme de la gouvernance d'entreprise	13
1.1 Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance d'entreprise	14
1.2 La gouvernance de l'entreprise algérienne	33
Chapitre 2 : La structure du capital au cœur de la gouvernance d'entreprise	55
2.1 La structure du capital dans les théories financières.....	56
2.2 L'environnement financier de l'entreprise algérienne	77
Conclusion de la première partie	105
Deuxième partie : Analyse empirique des relations entre les caractéristiques du conseil d'administration, la structure du capital et la performance financière des entreprise algériennes	106
Chapitre 3 : Hypothèses et méthodologie de la recherche	107
3.1 Cadre conceptuel et développement des hypothèses	108
3.2 Épistémologie et méthodologie de la recherche	137
Chapitre 4 : Analyse et interprétation des résultats	171
4.1 Présentation des résultats	172
4.2 Discussion des résultats	204
Conclusion de la deuxième partie	226
Conclusion générale	227
Bibliographie	237
Table des Matières	297
Annexes	303

Résumé

Cette thèse s'intéresse aux relations entre le conseil d'administration, la structure du capital et la performance financière des entreprises algériennes. Plus précisément, elle analyse l'impact du conseil d'administration (la taille du conseil, la dualité du dirigeant, l'indépendance des administrateurs, la diversité du conseil en matière du genre, de nationalité et d'âge) et de la structure du capital (le ratio d'endettement total et la maturité de la dette) sur la performance (le ROA et le ROE). Elle examine également l'effet du conseil d'administration sur la structure du capital, et ce, pour conclure si la structure du capital constitue un médiateur de la relation entre le conseil d'administration et la performance. Enfin, cette étude teste l'effet modérateur du conseil d'administration sur la relation entre la structure du capital et la performance.

Cette recherche s'inscrit dans le paradigme positiviste, et adopte une démarche hypothético-déductive. Les hypothèses sont développées à l'aide d'une approche multi-théories et sont testées en utilisant une approche quantitative basée sur un panel de 120 entreprises algériennes durant la période 2015-2019. Ces données sont examinées par la méthode GMM qui permet de prendre en considération le caractère endogène des relations analysées. Les résultats de cette étude révèlent que la relation entre le ratio d'endettement total et la performance est négative dans le modèle linéaire, mais elle est sous forme de U inversé dans le modèle non linéaire. Quant à la relation entre le conseil d'administration et la performance, les résultats ne montrent pas de lien significatif. Les résultats relatifs au lien entre le conseil d'administration et la structure du capital confirment une relation négative entre la taille du conseil et la structure du capital dans le cadre du modèle linéaire. Cependant, le modèle non linéaire confirme que la taille du conseil a une relation quadratique sous forme de U avec le ratio d'endettement total et U inversé avec la maturité de la dette. Les résultats montrent également une relation négative entre la diversité des nationalités et la maturité de la dette. Cette étude conclut que la structure du capital n'est pas un médiateur de la relation entre le conseil d'administration et la performance des entreprises, et que la diversité des âges exerce un effet modérateur positif et intense sur la relation entre le ratio d'endettement total et la performance des entreprises algériennes. Enfin, cette recherche apporte une contribution aux réflexions scientifiques et des décideurs politiques.

Mots clés : Gouvernance d'entreprise, Performance, Conseil d'administration, Structure du capital, Endettement, Maturité de la dette, Endogénéité, GMM, Effet médiateur, Effet modérateur, Algérie.

Abstract

This thesis focuses on the relationship between the board of directors, the capital structure, and the financial performance of Algerian companies. More specifically, it analyzes the impact of the board of directors (the board size, the CEO duality, the independence of the directors, the diversity of the board in terms of gender, nationality, and age) and of the structure capital (total debt ratio and debt maturity) on performance (ROA and ROE). It also examines the effect of the board of directors on the capital structure, to conclude whether the capital structure is a mediator of the relationship between the board of directors and the performance. Finally, this study evaluates the moderating effect of the board of directors on the relationship between capital structure and performance.

This research is part of the positivist paradigm and adopts a hypothetico-deductive approach. The hypotheses are developed using a multi-theory approach and are evaluated using a quantitative approach based on a panel of 120 Algerian companies during the period 2015-2019. These data are examined by the GMM method, which considers the endogenous nature of the relationships analyzed. The results of this study reveal that the relationship between total debt ratio and performance is negative in the linear model, but it is an inverted U-shape relationship in the nonlinear model. As for the relationship between the board of directors and performance, the results show no significant links. The results for the link between board and capital structure confirm a negative relationship between board size and capital structure in the linear model. However, the nonlinear model confirms that board size has a quadratic U-shaped relationship with total debt ratio and an inverted-U relationship with debt maturity. The results also show a negative relationship between diversity of nationality and debt maturity. This study concludes that capital structure is not a mediator of the relationship between the board of directors and firm performance, and that age diversity exerts a positive and strong moderating effect on the relationship between total debt ratio and the performance of Algerian companies. Finally, this research makes a certain contribution to the reflections of academics and political decision-makers.

Keywords: Corporate governance, Performance, Board of directors, Capital structure, Debt, Debt maturity, Endogeneity, GMM method, Mediator effect, Moderator effect, Alger

Introduction générale

« Connaitre son pays est le meilleur moyen de le servir »

Dimitrie Gusti (1935)

Au cours des dernières décennies, la question de la gouvernance d'entreprise a eu un intérêt international croissant. Ce regain d'intérêt trouve son explication dans les divers phénomènes qui ont secoué le monde des affaires ces dernières années, notamment la vague des scandales financiers dans les années 2000 (tels que Enron, Vivendi, Worldcom et Madoff ...), les conséquences désastreuses des crises financières, les pratiques managériales inefficaces, voire frauduleuses, l'accusation des conseils d'administration d'exercer leur pouvoir dans leur intérêt personnel au détriment de celui des entreprises. Tous ces constats ont jeté un lourd doute sur les pratiques de gouvernance au sein des entreprises et leur capacité à gérer au mieux les conflits d'intérêt entre les parties prenantes. Par conséquent, il est devenu nécessaire d'améliorer les codes de gouvernance et de mettre en place des réformes et des lois (l'instauration de la loi Sarbanes-Oxley aux États-Unis en 2002 et la loi de Sécurité Financière en France en 2003), et ce, afin de renforcer les pratiques de bonne gouvernance et d'éviter de nouveaux bouleversements économiques et financiers.

Malgré les particularités de chaque environnement, les codes nationaux de gouvernance d'entreprise s'accordent sur la place importante du conseil d'administration et fixent des recommandations concernant sa structure et sa composition. Le rapport Cadbury (1992) a recommandé la séparation entre les postes de président du conseil d'administration et de directeur général et a mis l'accent sur l'importance de l'indépendance des administrateurs. Des années plus tard, certains codes de gouvernance ont recommandé des pourcentages minima de présence des administrateurs indépendants. Le Code Afep-Medef (2020) en France recommande un pourcentage de 50 % d'administrateurs indépendants dans les sociétés au capital dispersé et dépourvues d'actionnaires de contrôle et 1/3 dans les sociétés contrôlées. Quant au code de gouvernance du Royaume-Unis (2016), il recommande un pourcentage de 50 % et deux membres au minimum dans les petites entreprises. Des recommandations récentes dans certains codes de gouvernance encouragent les entreprises à promouvoir la diversité au sein du conseil d'administration. Le Code Afep-Medef (2020) recommande de rendre publique dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise une description de la politique de diversité appliquée aux membres du conseil d'administration (notamment en termes des genres,

nationalités, âge, qualifications et expériences professionnelles, ...) ainsi qu'une description des objectifs de cette politique, de ses modalités de mise en œuvre et des résultats obtenus au cours de l'exercice écoulé.

La focalisation des recommandations des codes de gouvernance sur le conseil d'administration est très remarquable. Bien que ce dernier revête une importance centrale, il ne constitue qu'un mécanisme de gouvernance parmi d'autres. La littérature financière reconnaît également la dette comme un mécanisme d'atténuation des conflits d'agence. Selon Jensen (1986), la dette pourrait être un dispositif disciplinaire efficace entre les mains des actionnaires si elle est utilisée d'une façon stratégique. Cette dernière permet de freiner les actions managériales allant à l'encontre de l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale. Par conséquent, la structure du capital occupe une place centrale dans la gouvernance d'entreprise.

Après la série des scandales financiers, la confiance des investisseurs est ébranlée, ces derniers sont devenus exigeants en matière d'application des principes rigoureux de gouvernance d'entreprise. En effet, les investisseurs souhaitent placer leurs fonds dans des entreprises bien gouvernées et supposées être plus performantes, et ce, afin de réaliser de meilleurs rendements sur leurs investissements. Selon McKinsey and Company (2002), les investisseurs institutionnels sont prêts à payer pour les entreprises qui adoptent les meilleures pratiques de gouvernance une prime moyenne de 12 à 14 % en Amérique du Nord et en Europe occidentale; 20-25 % en Asie et en Amérique latine; et plus de 30 % en Europe de l'Est et en Afrique. À cet égard, la mise en place de mécanismes appropriés de gouvernance d'entreprise fournit à l'entreprise un avantage concurrentiel en attirant le capital, réduisant les risques financiers pour les investisseurs et par conséquent, le coût du capital.

L'importance particulière qu'accorde les investisseurs aux pratiques de la gouvernance, notamment la nature des relations entre les administrateurs et leur lien avec le dirigeant a conduit à l'apparition de la notion de l'évaluation de la qualité de la gouvernance d'entreprise. Cette évaluation s'effectue à travers des agences de notations qui intègrent la qualité de la gouvernance d'entreprise dans leur processus d'évaluation de la prime de risque ou le risque du crédit selon le type de financement par actions ou par dettes. Certaines de ces agences proposent des services de notation spécialisés aux actionnaires comme Institutional Shareholder Services (ISS) et Governance Metrics International (GMI). D'autres telles que Standard & Poor's (S&P), Moody's, et Fitch s'intéressent aux créanciers, et intègrent la qualité de la gouvernance dans la notation financière.

Sur le plan académique, le conseil d'administration et la structure du capital sont les mécanismes de gouvernance d'entreprise les plus débattu dans le domaine de la finance d'entreprise car ces derniers sont essentiels pour la maximisation de la richesse des actionnaires, le bon fonctionnement de l'entreprise et sa pérennité.

Le conseil d'administration est un organe central de la gouvernance d'entreprise, il exerce des rôles et des fonctions multiples. La manière dont ce dernier remplit ses rôles détermine son efficacité et son impact sur la performance de l'entreprise (Murphy & McIntyre, 2007). Selon Zahra et Pearce (1989), les caractéristiques du conseil d'administration influencent ses rôles qui à leur tour influencent la performance financière. D'un point de vue théorique, il existe diverses théories de la gouvernance d'entreprise qui explique comment les rôles du conseil d'administration ainsi que ses caractéristiques sont liées à la performance de l'entreprise. Ainsi, la théorie de l'agence, la théorie de l'intendance et la théorie de la dépendance envers les ressources sont les trois théories les plus éminentes en la matière. Selon la théorie de l'agence le conseil d'administration est un moyen de contrôle. Son rôle consiste à combattre les comportements déviants des dirigeants, qui sont supposés être opportunistes et cherchent à maximiser leur utilité personnelle au détriment de la richesse des actionnaires (Jensen & Meckling, 1976). Ce rôle sert donc à discipliner les dirigeants, protéger les intérêts des actionnaires et réduire leur perte de richesse, et ce, à travers des mécanismes d'incitation (rémunération) ou de discipline (révocation). Contrairement à la théorie de l'agence, la théorie de l'intendance considère les dirigeants comme des bons intendants, dignes de confiance (Davis et al., 1997). Selon cette théorie, le rôle principal du conseil d'administration est de soutenir l'équipe dirigeante dans la réalisation des objectifs de l'entreprise en conseillant et en enrichissant la discussion sur les questions stratégiques, et ce, pour renforcer le processus de prise de décision (Sundaramurthy & Lewis, 2003). Quant à la théorie de la dépendance envers les ressources, le conseil d'administration représente le lien entre l'entreprise et son environnement externe (Pfeffer, 1972; Pfeffer & Salancik, 1978). Sa composition peut être considérée comme une réponse aux défis externes à l'entreprise (Hillman et al., 2000). Son rôle est de faciliter l'accès aux ressources (Zahra & Pearce, 1989), de réduire la dépendance environnementale (Pfeffer, 1972) et d'aider à la formulation de la stratégie et d'autres décisions importantes de l'entreprise (Pearce et Zahra, 1992). Par conséquent, chaque théorie propose différentes caractéristiques du conseil d'administration qui lui permettent d'exercer son rôle convenablement, d'améliorer son efficacité et d'améliorer ainsi la performance de l'entreprise. Les recherches empiriques sur la relation entre le conseil d'administration et la performance

ont donné une considération particulière à certaines caractéristiques du conseil d'administration telles que la taille (Mak & Kusunadi, 2005; Darko et al., 2016; Mishra & Kapil, 2018; Kao et al., 2019; Al-Matari, 2020), la dualité du dirigeant, (Rechner & Dalton, 1991; Donaldson & Davis, 1991; Daily & Dalton, 1992; Dey et al., 2011; Duru et al., 2016; Puni et Anlesinya, 2020), l'indépendance des administrateurs (Pearce & Zahra, 1992; Abor & Biekpe, 2007; Coles et al., 2008; Azeez, 2015; Vu et al., 2018; Shao, 2019; Mohd Ghazali, 2020; Al Farooque et al., 2020) et la diversité au sein du conseil d'administration notamment celle des genres, des nationalités et des âges (Erhardt et al., 2003; Campbell & Mínguez-Vera, 2008; Adams & Ferreira, 2009; Carter et al., 2010; Darmadi, 2011; Engelen et al., 2012; Mahadeo et al., 2012; Talavera et al., 2018; Brahma et al., 2021; Hedija & Němec, 2021).

Le second mécanisme qui revêt une importance cruciale dans la gouvernance d'entreprise est la structure du capital. Le capital est un ingrédient essentiel pour l'existence de toute entreprise en raison de sa relation directe avec la continuité des activités de l'entreprise. Le choix entre la dette et les fonds propres est une décision financière importante en raison de la nécessité de maximiser les retours sur investissement et aussi en raison de l'impact d'une telle décision sur la capacité d'une entreprise à faire face à ses besoins notamment dans un environnement compétitif. La théorie moderne de la structure du capital est née de la contribution révolutionnaire de Modigliani et Miller en 1958 avec la célèbre théorie de la neutralité, depuis lors, d'autres théories ont émergé en incluant les différentes imperfections du marché telles que la théorie du compromis qui reconnaît l'existence d'une structure financière optimale déterminée par arbitrage entre les avantages de la fiscalité et les coûts de faillite, la théorie de l'agence qui stipule que la structure du capital optimale est celle qui minimise les coûts découlant des conflits d'agence (les coûts des fonds propres et ceux de la dette), la théorie du signal qui suppose que l'endettement est un bon signal de la performance des entreprises et la théorie du financement hiérarchique qui rejette l'existence d'une structure financière optimale et propose une hiérarchisation des sources de financement en se basant sur les niveaux d'asymétrie de l'information. Sur le plan empirique, l'impact de la structure du capital sur la performance des entreprises a fait l'objet de plusieurs études dans différents contextes. Certaines études se sont focalisées sur le ratio d'endettement (Majumdar & Chhibber, 1999; Abor, 2005; Berger & Di Patti, 2006; Margaritis & Psillaki, 2010; Le & Phan, 2017; Hossain et al., 2019), d'autres ont préféré accorder une importance à la maturité de la dette (Vijayakumaran & Vijayakumaran, 2019; Nguyen & Nguyen, 2020; Khan et al., 2021).

Ces recherches comme celles sur la relation entre le conseil d'administration et la performance ont abouti à des résultats divergents, certaines ont confirmé l'existence d'une relation positive, d'autres ont montré une relation négative ou parfois, une relation complexe ou aucune relation significative. Ces résultats controversés peuvent être expliqués par le fait que ces dernières portent sur des types d'échantillons différents (pays, secteurs, entreprises et périodes) et utilisent des mesures de variables et des méthodologies différentes. D'un autre côté, ce manque de consensus rejette l'idée de mécanismes de gouvernance standards. Les mécanismes de gouvernance varient considérablement d'un pays à l'autre, notamment entre les pays développés et ceux en développement. En effet, les entreprises de chaque pays présentent des caractéristiques différentes notamment en matière de la structure de propriété qui est un déterminant important de l'efficacité des mécanismes de gouvernance d'entreprise. En outre, chaque pays dispose de son propre cadre institutionnel, réglementaire et juridique qui est reconnu dans la littérature par son impact sur les mécanismes de gouvernance. Étant donné que les marchés des capitaux et les systèmes juridiques des pays en développement sont peu développés et que les droits des actionnaires sont moins protégés par rapport au pays développés, les mécanismes de gouvernance d'entreprise ne devraient pas être les mêmes. C'est ainsi que nous portons notre attention sur l'analyse de l'impact des mécanismes de gouvernance (la structure du capital et les différentes caractéristiques du conseil d'administration) sur la performance financière des entreprises algériennes. L'objectif est de savoir si les mécanismes de gouvernance largement reconnus dans les pays développés sont valables dans le contexte algérien qui se caractérise par un marché financier inactif et une structure de propriété concentrée entre les mains des familles ou de l'État.

La littérature existante concernant les relations entre les mécanismes de gouvernance telles que la relation entre le conseil d'administration et la structure du capital (Abor, 2007; Hermassi et al., 2015; Abobakr & Elgiziry, 2015; Purag et al., 2016; Thakolwiroj & Sithipolvanichgul, 2021) nous amène à s'interroger sur l'impact conjoint de ces deux mécanismes sur la performance. En effet, les entreprises mettent en place une combinaison de mécanismes de gouvernance simultanément. Il est donc intéressant de vérifier l'existence d'un effet de complémentarité entre les mécanismes de gouvernance ou d'une relation de médiation. Pour cette raison, nous intégrons dans notre étude des tests de modération et de médiation lors de l'analyse de la relation entre le conseil d'administration, la structure du capital et la performance des entreprises algériennes, et ce, pour avoir une vision plus large de cette relation.

Motivation et originalité de la recherche

Cette recherche examine la relation entre les mécanismes de gouvernance et la performance financière des entreprises algériennes. Elle s'intéresse particulièrement à deux mécanismes qui sont les caractéristiques du conseil d'administration et la structure du capital. Ce choix a été motivé par plusieurs raisons. Premièrement, la reconnaissance continue et étendue de l'importance des mécanismes de gouvernance notamment les caractéristiques du conseil d'administration dans la réussite des entreprises dans le monde entier. Cette importance a été soulignée par les différentes lignes directrices et recommandations récentes, émises par plusieurs pays et précisant les meilleurs mécanismes de gouvernance d'entreprise ainsi que la composition du conseil d'administration à adopter (par exemple le Code Afep-Medef, le code de gouvernance du Royaume-Unis...). La présente étude tente de fournir une compréhension de la relation entre la gouvernance et la performance des entreprises algériennes, aidant ainsi les actionnaires, les investisseurs, les autorités de régulation du marché boursier, les décideurs politiques et toutes les parties prenantes dont le but est de promouvoir la gouvernance d'entreprise en Algérie.

Deuxièmement, le manque d'études sur la gouvernance d'entreprise dans les pays en transition, et en particulier en Algérie, nous a incité à consacrer notre étude à ce contexte qui est très différent des contextes analysés dans la majorité des études empiriques. Ce contexte se caractérise par l'absence d'un véritable marché financier et par un système bancaire dominé par les banques publiques qui considèrent les entreprises privées comme clients à haut risque et soumises à des aléas conjoncturels. Ceci nous conduit à s'intéresser à la gouvernance des entreprises non cotées et à limiter les mesures de la performance des entreprises à des indicateurs comptables alors que la plupart des recherches reconnaissent que les indicateurs boursiers de la performance (Q de Tobin, le ratio de Marris...) sont les seuls sensibles à la structure du capital. La faiblesse ou l'absence des mécanismes de gouvernance externes dans ce contexte (le marché financier) nous conduit à s'interroger sur la possibilité du recours des entreprises vers le renforcement du contrôle via les mécanismes internes tels que le choix d'une meilleure combinaison des caractéristiques du conseil d'administration permettant de renforcer son efficacité ou vers une politique d'endettement efficace pour pallier les faiblesses du contrôle externe. Par conséquent, la présente étude permettra de conclure le caractère discriminant du marché financier sur la relation entre le conseil d'administration, la structure du capital et la performance financière des entreprises algériennes.

Troisièmement, l'absence de consensus dans les études antérieures sur la relation entre les mécanismes de gouvernance et la performance prouve qu'il n'existe pas de mécanismes de gouvernance universels. L'efficacité d'un mécanisme de gouvernance donné est directement liée à l'environnement institutionnel et juridique ainsi qu'aux spécificités des entreprises dans le contexte étudié, notamment en matière de structure de propriété. Cela a attiré notre attention sur une question importante relative aux meilleures caractéristiques du conseil d'administration et à la politique d'endettement optimale qui garantissent une meilleure performance des entreprises dans le contexte algérien sachant que ce dernier présente des caractéristiques uniques largement différentes de celles des pays développés. Il se caractérise par une propriété concentrée entre les mains de l'État ou des familles et une faible protection des droits des actionnaires minoritaires comme l'indique le rapport de « Doing Business » relatif au contexte algérien (World Bank, 2020). Ces spécificités devraient nous conduire à identifier les mécanismes de gouvernance d'entreprise (les caractéristiques du conseil d'administration et la structure du capital) les plus appropriés au contexte algérien.

Enfin, il est vrai que les recherches concernant l'impact des 2 mécanismes de gouvernance (le conseil d'administration et la structure du capital) sur la performance financière sont nombreuses notamment dans le contexte anglo-saxon, mais la plupart de ces études analysent chaque mécanisme séparément, sans tenir en compte les interrelations entre les mécanismes de gouvernance. Notre thèse se démarque des études précédentes par l'analyse de l'impact conjoint du conseil d'administration et de la structure du capital sur la performance financière. À notre connaissance, cette étude est la première de son genre dans le contexte algérien car elle examine l'impact de l'interaction entre ces deux mécanismes de gouvernance sur la performance financière et teste l'existence d'une potentielle relation de médiation.

Problématique et objectifs de la recherche

La relation entre la gouvernance et la performance des entreprises a été largement débattue dans les pays développés. Cependant, la littérature en la matière dans les pays en transition économique tels que l'Algérie n'est pas très abondante. Cela est probablement dû à la difficulté d'accès aux données sur la gouvernance d'entreprise dans ce genre de pays.

Notre recherche vient apporter un éclairage sur les relations entre la structure du capital, les caractéristiques du conseil d'administration et la performance financière des entreprises algériennes. Par conséquent, la problématique de cette recherche est la suivante :

La structure du capital et les caractéristiques du conseil d'administration influencent-elles la performance financière des entreprises algériennes ? Existe-t-il une médiation et /ou modération dans les relations entre la structure du capital, les caractéristiques du conseil d'administration et la performance financière des entreprises algériennes?

Les hypothèses liées à cette problématique sont détaillées dans la première section du troisième chapitre. En somme, cette étude répond aux objectifs de recherche suivants :

- 1) Analyser la relation entre la structure du capital et la performance financière des entreprises algériennes;
- 2) Analyser la relation entre les caractéristiques du conseil d'administration et la performance financière des entreprises algériennes;
- 3) Analyser la relation entre les caractéristiques du conseil d'administration et la structure du capital des entreprises algériennes;
- 4) Tester si la structure du capital est un médiateur de la relation entre les caractéristiques du conseil d'administration et la performance financière des entreprises algériennes;
- 5) Explorer si et comment les caractéristiques du conseil d'administration et la structure du capital interagissent pour influencer la performance financière des entreprises algériennes.

Afin de répondre à la problématique posée, une approche multi-théories a été adoptée. Cette approche est basée principalement sur la théorie de la dépendance envers les ressources, la théorie de l'intendance, la théorie de l'agence et la théorie du financement hiérarchique. D'autres cadres théoriques ont été mobilisés tels que la théorie du compromis et la théorie du signal, et ce, afin de fournir une explication complète de toutes les relations examinées dans notre recherche.

Méthodologie de la recherche

Notre recherche s'inscrit dans le paradigme positiviste, et adopte une démarche hypothético-déductive. Afin de tester les hypothèses formulées dans le cadre de cette recherche, une approche quantitative a été retenue. Cette dernière se base sur l'expérimentation des variables dépendantes, indépendantes auxquelles s'ajoutent d'autres variables médiatrices/modératrices sur un panel de 120 entreprises algériennes analysées sur la période 2015-2019. Ces variables ont été sélectionnées en se référant aux études antérieures.

Pour répondre aux objectifs de notre recherche, trois modèles empiriques ont été développés. Le premier modèle est utilisé pour examiner l'impact de la structure du capital et des caractéristiques du conseil d'administration sur la performance financière, répondant ainsi aux deux premiers objectifs de notre recherche. Le deuxième modèle sert à analyser l'effet des caractéristiques du conseil d'administration sur la structure du capital et répond au troisième objectif de recherche. Les deux premiers modèles pris ensemble permettent aussi de savoir si la structure du capital est un médiateur de la relation entre le conseil d'administration et la performance financière. Le troisième modèle est utilisé pour examiner l'impact de l'interaction entre les caractéristiques du conseil d'administration et la structure du capital sur la performance de l'entreprise et répond ainsi au dernier objectif de recherche.

L'analyse de données comprend une analyse préliminaire et une analyse multivariée. L'analyse préliminaire comporte les statistiques descriptives, la détection et le traitement des valeurs aberrantes, la transformation des données ainsi que la vérification des hypothèses du modèle linéaire. Cette analyse a pour objectif de donner une première compréhension des données et de leur distribution, nettoyer les données et déterminer la méthode d'estimation la plus pertinente et qui conduit à des résultats non biaisés.

L'analyse multivariée comporte toutes les régressions permettant de vérifier la validité de nos hypothèses de recherche. La majorité des études antérieures avaient tendance à ignorer le caractère dynamique des relations entre les caractéristiques du conseil d'administration, la structure du capital et la performance. Néanmoins, certaines études récentes telles que Schultz et al. (2010) et Wintoki et al. (2012) ont mis l'accent sur la nature dynamique de la relation entre les caractéristiques du conseil d'administration et la performance des entreprises. Le et Phan (2017) se sont également focalisés sur cette relation dynamique entre la structure du capital et la performance des entreprises. Conformément à ces études, nos modèles sont estimés par la méthode GMM en système en deux étapes, qui constitue la meilleure méthode pour l'estimation des données de panels dynamiques (Blundell & Bond, 1998). Contrairement aux autres méthodes instrumentales, la méthode GMM facilite l'estimation car elle utilise les retards des variables dépendantes et indépendantes comme des instruments internes disponibles dans le panel lui-même sans avoir besoin des instruments externes, qui sont généralement indisponibles, notamment dans le cadre de la recherche sur la gouvernance d'entreprise (Wintoki et al., 2012). Cette méthode permet de résoudre les problèmes liés aux trois sources d'endogénéité qui caractérisent la relation entre la gouvernance et la performance à savoir l'hétérogénéité inobservée, la simultanéité et l'endogénéité dynamique (Nguyen et al., 2015). Afin d'éliminer tout biais dû à l'utilisation d'un échantillon fini, nous appliquons la procédure

de correction de Windmeijer (2005). En effet, ce dernier a montré, que les écart-types asymptotiques estimés de l'estimateur GMM en deux étapes peuvent être biaisés vers le bas de façon significative à distance finie.

Conformément aux recommandations de Bond (2002), cette étude rapporte les résultats des estimateurs MCO et le modèle à effets fixes. Selon ce dernier, un estimateur GMM bien spécifié devrait produire un coefficient estimé de la variable dépendante retardée inférieur à celui obtenu par le MCO, et bien au-dessus de celui obtenu à partir du modèle à effets fixes. De plus, cela facilite non seulement la comparaison entre les résultats des trois estimateurs, mais aussi entre nos résultats et ceux d'études antérieures qui n'ont pas pris en considération le problème de l'endogénéité.

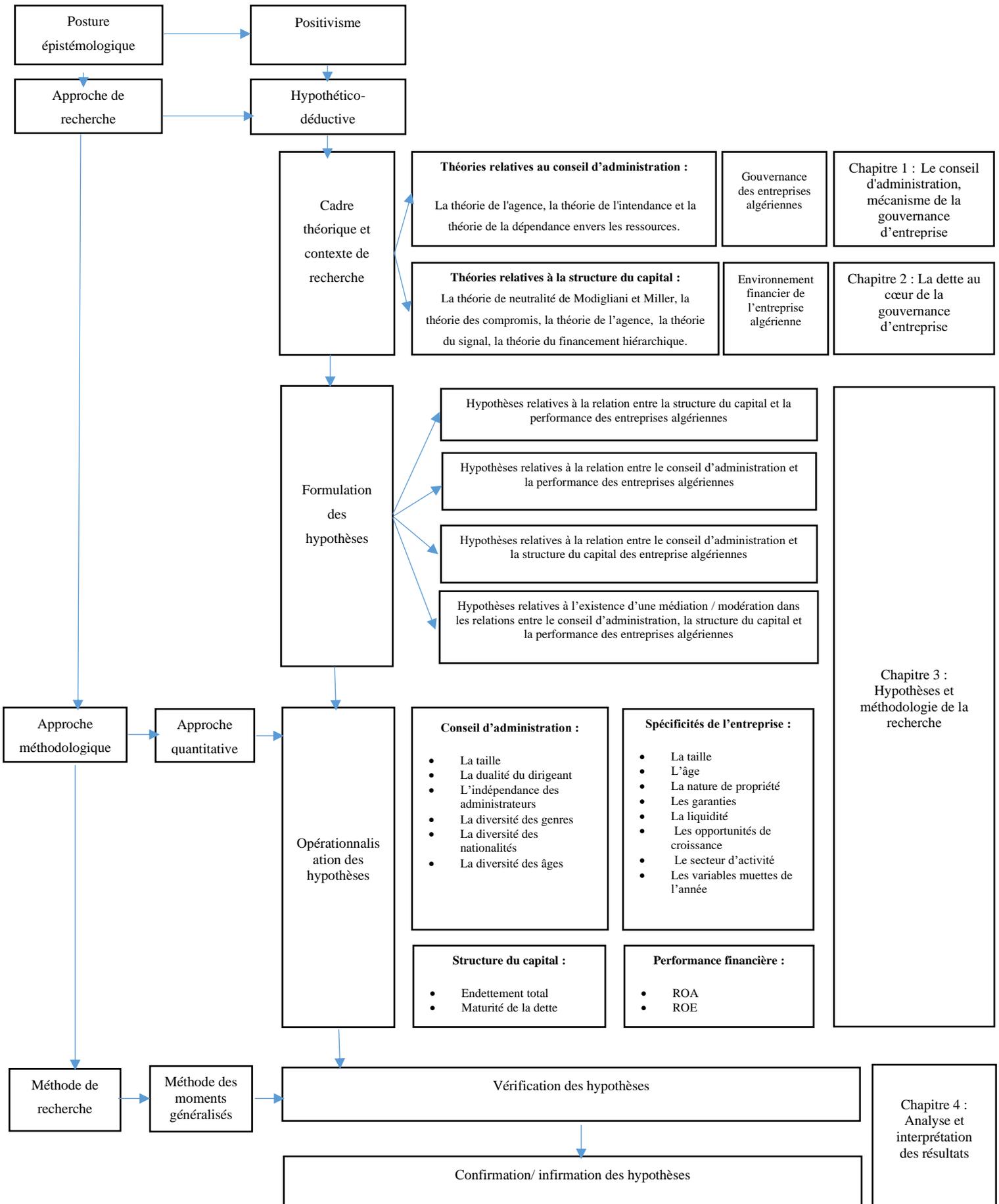
Cette étude teste également l'existence d'une relation non linéaire entre certaines caractéristiques du conseil d'administration, la structure du capital et la performance financière des entreprises. Enfin, des contrôles de robustesse sont effectués pour examiner la sensibilité de nos résultats à la réduction du nombre d'instruments tel que suggéré par Roodman (2009a).

Structure de la thèse

Notre thèse est composée de deux parties. La première partie est consacrée au cadre théorique qui regroupe les deux mécanismes de gouvernance étudiés dans notre thèse et qui sont le conseil d'administration (chapitre 1) et la structure du capital (chapitre 2). Le chapitre 1 est scindé en deux sections, la première présente les théories du conseil d'administration et la seconde expose l'état de la gouvernance des entreprises dans le contexte algérien. Le chapitre 2 est également composé de deux sections, la première est consacrée à l'évolution de la structure du capital dans les théories financières et la seconde présente l'environnement financier algérien.

La deuxième partie de cette recherche est consacrée à l'étude empirique. Le chapitre 3 intitulé « hypothèses et méthodologie de la recherche » comporte deux sections. La première présente le cadre conceptuel et le développement des hypothèses. La seconde s'intéresse à la méthodologie utilisée afin de vérifier la validité des hypothèses de recherche formulées. Le chapitre 4 est consacré à la présentation et à la discussion des résultats empiriques obtenus. La première section présente les principaux résultats de l'étude et la seconde propose des interprétations et des explications des résultats relatifs aux relations entre le conseil d'administration, la structure du capital et la performance des entreprises dans le contexte algérien. La figure suivante donne une vue d'ensemble de la présente recherche.

Figure 0-1 : Architecture de la thèse



Première partie : Revue de littérature et contexte de recherche

« C'est la théorie qui décide de ce que nous pouvons observer »

Albert Einstein (1926)

Notre recherche vise à comprendre la relation entre deux mécanismes de gouvernance largement étudiés dans la littérature financière, à savoir le conseil d'administration et la structure du capital, et à analyser leur impact sur la performance financière des entreprises. Pour répondre à cet objectif, l'exposé du cadre théorique sur ce sujet constitue un préalable nécessaire à toute étude empirique.

Cette première partie est composée de deux chapitres. Le premier expose les principales théories de la gouvernance qui ont accordé une place centrale au conseil d'administration telles que la théorie de l'agence, la théorie de l'intendance et la théorie de la dépendance envers les ressources. Un état des lieux sur la gouvernance des entreprises algériennes ainsi que sur le cadre juridique et réglementaire est également présenté dans ce chapitre. Le second chapitre, a pour but d'expliquer l'évolution de la structure du capital dans les différentes théories financières notamment dans le cadre de la théorie de la neutralité de Modigliani et Miller, la théorie des compromis, la théorie de l'agence, la théorie du signal et la théorie du financement hiérarchique. Nous présentons également dans une deuxième section de ce chapitre, l'environnement financier relatif au contexte algérien. Cette partie améliore notre compréhension sur les relations entre les caractéristiques du conseil d'administration, la structure du capital et la performance financière des entreprises et permet d'identifier les caractéristiques du contexte algérien. Elle constitue la base qui nous permettra de formuler les hypothèses de recherche qui seront exposées dans la seconde partie de cette thèse.

Chapitre 1 : Le conseil d'administration, mécanisme de la gouvernance d'entreprise

« Si les affaires ne marchent pas comme elles devraient, le conseil d'administration est le premier responsable du résultat et il doit assumer cette responsabilité »

Christoph Blocher (2008)

Bien qu'il existe divers mécanismes de gouvernance, le conseil d'administration occupe une place centrale dans la littérature sur la gouvernance d'entreprise. Cet organe joue un rôle clé dans la protection des intérêts des actionnaires à travers sa fonction disciplinaire des dirigeants ainsi que son rôle d'accompagnement stratégique. Divers codes de bonne gouvernance ont proposé des recommandations sur la structure et la composition du conseil d'administration, et ce, dans le but d'améliorer son efficacité et d'assurer un contrôle effectif sur la direction de l'entreprise. Sur le plan académique, un corpus considérable de littérature sur le conseil d'administration a été publié. Les contributions comprennent, sans s'y limiter, l'analyse de ses caractéristiques démographiques et cognitives, son fonctionnement, sa structure, son processus et ses rôles. La présente étude s'intéresse aux caractéristiques démographiques du conseil d'administration à savoir : la taille du conseil, la dualité du dirigeant, l'indépendance des administrateurs, et différentes formes de diversité au sein du conseil (le genre, la nationalité et l'âge).

L'objectif de ce chapitre est de présenter une vue d'ensemble de la littérature théorique et empirique relative au conseil d'administration, en particulier sa relation avec la performance des entreprises. Ce chapitre comporte deux sections. La première donne un petit aperçu sur l'évolution de la gouvernance d'entreprise. Elle présente également les trois principales théories de la gouvernance qui se sont intéressées au conseil d'administration et qui expliquent différemment son rôle et sa relation avec la performance de l'entreprise. Cette section se termine par une revue de la littérature des recherches antérieures qui soulignent les effets des caractéristiques du conseil d'administration sur la performance des entreprises. De nombreuses recherches ont mis l'accent sur l'influence du cadre réglementaire et institutionnel sur l'analyse de la relation entre le conseil d'administration et la performance. C'est la raison pour laquelle nous consacrons la seconde section à la présentation du contexte algérien, son environnement des affaires, l'état de la gouvernance des entreprises et le cadre juridique et réglementaire. Ce chapitre constitue la pierre angulaire pour développer les hypothèses de recherche relatives aux caractéristiques du conseil d'administration qui seront présentées dans le chapitre 3.

1.1 Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance d'entreprise

Cette section présente le cadre théorique permettant d'analyser l'effet du conseil d'administration sur la performance de l'entreprise. La théorie de l'agence, la théorie de l'intendance et la théorie de la dépendance envers les ressources sont les principales théories utilisées afin de comprendre et d'expliquer cet effet.

1.1.1 Genèse et évolution de la gouvernance d'entreprise

La gouvernance d'entreprise est généralement considérée comme un concept anglo-saxon récent. Néanmoins, les origines de ce mot remontent à plus longtemps. Etymologiquement, ce mot provient du grec « Kubernan » qui signifie : piloter un char ou un navire, sa déclinaison en latin « gouvernance » lui a donnée le sens de gouverner des hommes. Depuis son apparition, ce mot a été transposé dans plusieurs langues et a connu lumière et éclipses pendant des siècles (Cabane, 2018).

La problématique de la gouvernance d'entreprise est réapparue initialement avec l'évolution du capitalisme occidental suite aux révolutions industrielles qui ont caractérisé le 18^e et le 19^e siècle. A l'époque, les investissements industriels ont nécessité des besoins colossaux en capitaux. La seule manière pour répondre à cette situation était la création des grandes banques, les bourses de valeurs ainsi que les sociétés de capitaux. Ces sources de financement portent en elles-mêmes les véritables causes des divergences d'intérêts entre propriétaires et dirigeants, éléments qui représentent le fondement de la gouvernance d'entreprise (Roland, 2003).

Cette problématique de dissociation entre la propriété et le contrôle a été souligné par Adam Smith en 1776 dans son célèbre ouvrage sur la richesse des nations. Il l'a considéré comme une source éventuelle de conflits d'intérêts entre propriétaires et dirigeants. Il a aussi mis le point sur l'inefficacité de ce genre d'entreprise. Les préoccupations soulevées par Adam Smith ont été mises en marge. À l'époque, la société par action était la forme la plus répandue compte tenu de sa capacité à lever des capitaux par rapport aux autres formes juridiques.

La thèse de Berle et Means (1932) est revenue sur la question de la dissociation entre le pouvoir décisionnel et celui du contrôle en insistant sur l'émergence de la firme managériale. Ces travaux ont été considérés à l'origine de la première définition généralement acceptée de la gouvernance d'entreprise.

Une multitude de recherches ont été consacrées à ce sujet, notamment dans les années 2000 suite à la vague de scandales et de faillites qui a commencé aux USA et qui s'est étendue en Europe et en Asie. Cette dernière est due dans la plupart des cas à la falsification des états financiers et

l'opportunisme des cadres dirigeants. Une réaction rapide a été observée pour apporter un remède à cette situation. Des changements importants ont été introduits et ont permis de tracer une théorie de gouvernance d'entreprise qui s'est développée en parallèle avec l'évolution des théories de la firme.

Au fil du temps, plusieurs tentatives de définition de la gouvernance d'entreprises ont été proposées sans aboutir à un consensus global ou une définition universelle, vu sa complexité et son étendue. Une des définitions les plus admises et générales est celle du Rapport de Cadbury (1992) qui stipule que « *La gouvernance est le système par lequel les sociétés sont dirigées et contrôlées* ». Au fur et à mesure du temps, la gouvernance d'entreprise s'est évoluée, d'autres définitions plus précises ont été apparues, chacune d'elle a mis la lumière sur un aspect intéressant. Dans un premier temps, et dans le cadre d'une approche dite actionnariale, qui s'intéresse particulièrement aux conflits qui peuvent surgir entre actionnaires et dirigeants, et aux actions disciplinaires à mettre en œuvre afin d'assurer la création d'une valeur actionnariale optimale, on trouve la définition de Shleifer et Vishny (1997), qui a mis l'accent sur la maximisation de la richesse des actionnaires en définissant la gouvernance d'entreprise comme étant « *l'ensemble des mécanismes qui garantissent aux différents bailleurs de fonds un retour sur investissement, en évitant une appropriation de valeur excessive par le dirigeant et les actionnaires dominants* ». Quant à Charreaux (1997), il s'est focalisé sur la délimitation de l'espace discrétionnaire. Le gouvernement d'entreprise selon lui est « *l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui gouvernent leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire* ».

Progressivement, la gouvernance d'entreprise a dépassé cette vision traditionnelle et étroite, désormais les parties prenantes occupent une place prépondérante dans le gouvernement d'entreprises. Ce qui s'observe dans la définition donnée par L'OCDE (1999) qui indique que la gouvernance d'entreprise fait référence aux « *relations entre la direction d'une entreprise, son conseil d'administration, ses actionnaires et d'autres parties prenantes. Elle détermine également la structure par laquelle sont définis les objectifs d'une entreprise, ainsi que les moyens de les atteindre et d'assurer une surveillance des résultats obtenus* ». Gomez (2009) a complété la définition en intégrant la pérennité de l'entreprise, il énonce que « *La gouvernance d'entreprise est un ensemble de dispositions légales, réglementaires ou pratiques qui délimite l'étendue du pouvoir et des responsabilités de ceux qui sont chargés d'orienter durablement l'entreprise* ».

Récemment, des approches plus élargies prennent une grande ampleur, ces dernières accordent une attention particulière à la création de la valeur pour l'ensemble des parties prenantes.

C'est ce qu'on peut constater dans la définition de Cabane (2018), selon laquelle la gouvernance d'entreprise est « *Un système permettant la défense de l'intérêt social, la conduite, la gestion, le contrôle et la pérennité de l'entreprise, précisant les pouvoirs, les responsabilités et les relations des actionnaires et des dirigeants, et s'assurant que l'objectif de création de valeur pour l'ensemble des parties prenantes est bien pris en compte* ». Il rajoute que la gouvernance d'entreprise est « *la façon dont le pouvoir est organisé et exercé pour assurer le pilotage de l'entreprise* ».

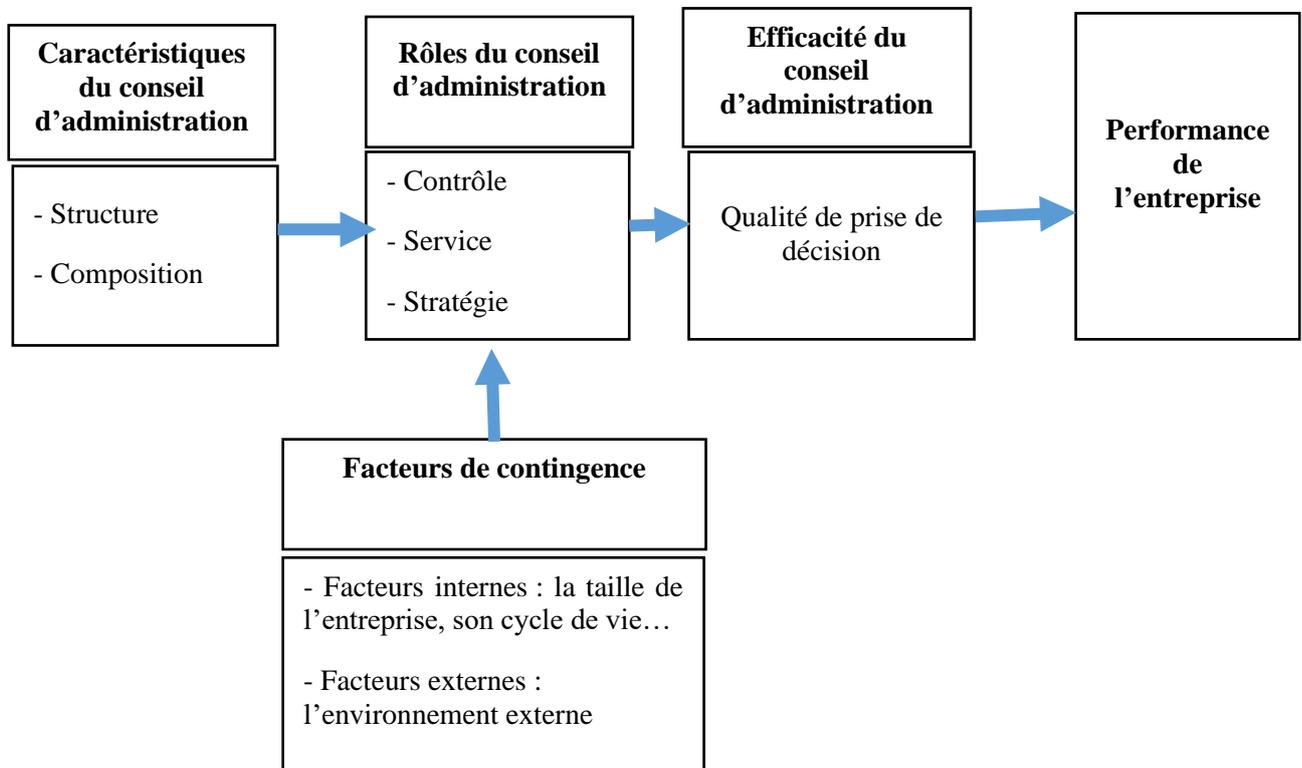
1.1.2 Rôles du conseil d'administration dans les théories de la gouvernance

Le conseil d'administration est l'un des mécanismes de gouvernance d'entreprise les plus importants. De nombreuses théories se sont intéressées à l'analyse de sa structure, sa composition, ses rôles et sa relation avec la performance des entreprises. Ces théories visent à comprendre et à expliquer comment les rôles et la composition du conseil d'administration sont liées à la performance de l'entreprise. La théorie de l'agence, la théorie de l'intendance et la théorie de la dépendance envers les ressources constituent les théories les plus éminentes en la matière. Selon la théorie de l'agence, le rôle principal du conseil d'administration est de contrôler les dirigeants pour protéger la richesse des actionnaires car cette théorie considère que les dirigeants sont des opportunistes qui cherchent leurs propres intérêts. Contrairement à cette théorie, la théorie de l'intendance suppose que les dirigeants sont des bons intendants, et donc le rôle principal du conseil d'administration est d'apporter des conseils à la direction afin d'améliorer la qualité de prise de décision. Quant à la théorie de la dépendance envers les ressources, elle suppose que le conseil d'administration est le lien entre l'entreprise et son environnement, son rôle consiste à apporter à l'entreprise les ressources critiques permettant à cette dernière de réduire l'incertitude liée à son environnement et d'améliorer sa performance. Bien que chacune de ces théories propose une vision différente et accorde au conseil d'administration un rôle particulier (contrôle, service et accompagnement stratégique), les trois théories s'alignent sur le fait que la structure et la composition du conseil influence la performance de l'entreprise à travers le renforcement des rôles du conseil d'administration (Zahra & Pearce, 1989) comme le montre la figure 1-1.

Il est important de signaler que chaque théorie propose les meilleures caractéristiques du conseil d'administration qui renforce le rôle qu'elle lui attribue, cependant, ce dernier exerce plusieurs rôles simultanément, la relation entre ses rôles et ses caractéristiques est donc plus complexe. Par conséquent, il ne suffit pas de se fier uniquement à une seule théorie de la gouvernance. Cela a conduit les chercheurs à mobiliser des perspectives théoriques multiples lors de l'analyse du conseil d'administration afin de capter la richesse et la variété des rôles et des activités des conseils d'administration.

Dans ce qui suit, nous présentons en détail, les rôles du conseil d'administration dans les différentes théories de la gouvernance mobilisées conjointement dans cette recherche, à savoir : la théorie de l'agence, la théorie de l'intendance et la théorie de la dépendance envers les ressources.

Figure 1-1: La relation entre le conseil d'administration et la performance de l'entreprise



Source : Adaptée de Zahra et Pearce (1989)

1.1.2.1 Le conseil d'administration dans la théorie de l'agence : Un rôle disciplinaire

La théorie de l'agence constitue la théorie la plus éminente de l'approche contractuelle de la gouvernance d'entreprise (Daily et al., 2003). Ses origines remontent aux années trente avec la thèse de Berle et Means (1932) sur la dissociation entre la propriété et la direction, et les travaux de Coase (1937) sur la nature de la firme, et les raisons de son existence en introduisant le concept des coûts de transactions. La théorie des droits de propriétés d'Alchian et Demsetz (1972) et les premières recherches de Ross (1973) ont également un apport appréciable dans la genèse de la théorie de l'agence proposée pour la première fois par Jensen et Meckling (1976, p. 308) dans leur article : « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure ». Ces derniers définissent la relation d'agence, appelée aussi relation principal- agent, ou mandataire- mandaté comme suit : « Une relation d'agence est un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engage une autre personne (l'agent) pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent ».

Cette théorie considère la firme comme un nœud de contrats reliant les divers partenaires sociaux de l'entreprise et suppose que les agents sont des maximisateurs de leur fonction d'utilité, et que ces derniers sont rationnels, ce qui leur permet « *d'anticiper rationnellement et sans biais, l'incidence des relations d'agence sur la valeur future de leur patrimoine* » (Charreaux, 1997). Par conséquent, ils profitent de l'incomplétude des contrats liée à l'incertitude et à la non-observabilité pour optimiser leur utilité au détriment des autres individus. La théorie de l'agence adhère également à l'hypothèse d'imperfection de l'information et met en exergue la fragilité des relations et la divergence des intérêts entre les différents acteurs de la firme. En effet, les objectifs du principal (actionnaires) diffèrent de ceux des agents (dirigeants). Les actionnaires tentent à accroître la valeur de la firme, tandis que les dirigeants cherchent à maximiser leur fonction de profits. Vu que ces derniers se chargent de la gestion de la firme, ils détiennent une information privilégiée sur son fonctionnement contrairement aux actionnaires qui n'ont généralement pas les compétences nécessaires leur permettant de savoir si une transaction sert leurs propres intérêts. Les dirigeants peuvent donc adopter un comportement opportuniste en évitant de révéler toute l'information ou de la falsifier, et ce, pour détourner une partie des ressources de la firme sous forme de privilèges pour leur propre consommation (dépenses discrétionnaires).

La primauté de l'intérêt personnel sur l'intérêt général engendre des conflits d'intérêt appelés conflits d'agence. La théorie d'agence propose des modalités de résolution de ces conflits à travers la définition de contrats efficaces. Elle met également à la disposition de la firme un ensemble de mécanismes incitatifs ainsi que des moyens de contrôle permettant de limiter tout comportement susceptible de léser l'intérêt des actionnaires. La mise en place d'un tel système de contrôle et d'incitation fait apparaître des coûts appelés « coûts d'agence ». La forme organisationnelle optimale est celle qui minimise ces coûts. Cette théorie adopte donc une logique disciplinaire visant à réduire l'espace discrétionnaire des dirigeants à travers des mécanismes qu'ils soient intentionnels ou spontanés (Charreaux, 1997), et ce, afin d'atténuer les conflits d'intérêts et améliorer la performance de la firme.

Parmi ces mécanismes se trouve le conseil d'administration qui constitue le principal organe chargé de représenter les intérêts des actionnaires. La théorie de l'agence lui attribue un rôle disciplinaire et le considère comme moyen de surveillance permettant de contrôler les dirigeants qui sont supposés être opportunistes, et ce afin, de préserver la richesse des actionnaires. Ce rôle disciplinaire consiste, d'une part à surveiller les dirigeants à travers la mise en place d'une politique comptable et d'un système de contrôle interne rigoureux. D'autre part, il cherche à inciter le dirigeant à augmenter la valeur de la firme et la richesse des actionnaires, et ce, à travers la fixation d'une politique d'incitation et de rémunération efficace.

Selon Jensen (1993), un conseil d'administration efficace devrait garantir la fiabilité des données comptables en faisant pression sur le dirigeant afin qu'il justifie ses choix et ses performances. La théorie de l'agence considère que l'efficacité du conseil augmente avec la forte présence d'administrateurs indépendants mais également par l'existence d'un comité d'audit en son sein (Souid & Stepniewski, 2010). Le rôle du conseil d'administration dans la vérification de la pertinence et de la performance des méthodes comptables utilisées et de la qualité des procédures internes de collecte et de contrôle des informations s'est renforcé avec la loi Sarbanes-Oxley aux Etats-Unis et la loi sur la sécurité financière en France arrivées comme réponse aux scandales financiers notamment Enron et Worldcom aux Etats-Unis et Vivendi en France qui sont dû principalement à la falsification des états financiers. La fiabilité de l'information financière permet aux actionnaires de contrôler l'aptitude du dirigeant à créer de la valeur, de le rémunérer de façon optimale pour qu'il soit incité à maximiser leur richesse. Elle permet également de renforcer la confiance des investisseurs et de les séduire.

Le conseil d'administration se charge également de la sélection, l'évaluation et, si nécessaire, la révocation d'un dirigeant peu performant. Il s'occupe aussi de la détermination des incitations managériales, le suivi et l'évaluation des performances organisationnelles (Mizruchi, 1996; Zahra & Pearce, 1989). La sélection a un impact considérable sur la création de la valeur actionnariale. En effet, le conseil d'administration a le choix de recruter un dirigeant en interne et bénéficier de sa connaissance des spécificités de la firme et de son capital humain adapté, ou faire appel à un dirigeant externe qui peut apporter à la firme une vision novatrice contrairement à un dirigeant interne qui se trouve déjà inscrit dans un processus de routine bien défini qui empêche la firme de trouver de nouveaux relais de croissance (Van Appelghem, 2015). Selon l'étude de Borokhovich et al. (1996), la probabilité du choix d'un dirigeant externe augmente avec l'accroissement de la part des administrateurs indépendant au sein du conseil. D'après les travaux de d'Hermalin (2005), le recours à des dirigeant externe augmente de plus en plus à la suite de la forte vigilance après la série des scandales financiers. En outre, un dirigeant externe ne peut profiter des spécificités de la firme ce qui réduit le risque de son enracinement et d'autres comportements déviants.

Après la sélection, le conseil d'administration met en place un système de suivi de la performance du dirigeant recruté afin d'évaluer sa capacité à créer de la valeur actionnariale. Un tel suivi permet de définir la rémunération optimale de ce dernier ou de le limoger en cas de mauvaise performance. Plusieurs choix s'offrent au conseil d'administration ou au comité de rémunération en la matière. Au-delà du salaire de base, qui constitue la partie fixe, ils peuvent proposer des incitations à court terme (bonus annuel) ou/et des incitations à long terme sous forme

de stock-options (Khenissi, 2014). La rémunération d'un dirigeant dépend de ces résultats et performances passées qui dépendent à leur tour du système de contrôle mis en place par le conseil d'administration. L'efficacité de ce système découle de la capacité des administrateurs à interpréter l'information issue du suivi de la performance qui doit tenir en compte les spécificités des actifs mais aussi l'analyse du risque spécifique de la firme qui reflète la performance réelle dépendante du dirigeant (Bushman et al., 2010). L'indépendance du conseil d'administration est une condition nécessaire pour l'efficacité de ce système de contrôle. En effet, un conseil d'administration sympathique à l'encontre du dirigeant permet à ce dernier d'exercer son pouvoir de négociation, ce qui peut conduire à biaiser les indicateurs de performance à son avantage. Plus le dirigeant a un pouvoir de négociation important, plus il peut faire en sorte d'obtenir une rémunération qui lui est avantageuse (Chen et al., 2010).

En somme, la théorie de l'agence considère le conseil d'administration comme un mécanisme suprême de contrôle interne destinés à résoudre les conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires en alignant leurs intérêts (Walsh & Seward, 1990). Néanmoins, cette théorie propose une vision très réductrice de la firme qui est plus complexe et qui dépasse la simple relation actionnaires-dirigeants. De plus, le rôle disciplinaire qu'elle assigne au conseil semble révéler une efficacité limitée. En effet, ce dernier dispose de deux leviers d'action, le mode de rémunération et la révocation du dirigeant. D'après les travaux de Hermanson et al. (2012), le processus de conception des dispositifs de rémunération est bien plus complexe, et la seule théorie de l'agence n'explique certainement qu'une infime partie du processus. Quant à la révocation, les coûts organisationnels entraînés par un changement de dirigeant sont particulièrement élevés, d'où la rareté de limogeage de dirigeants (Khaldi, 2014). En outre, cette théorie se focalise sur une logique disciplinaire tout en occultant le rôle de la connaissance. La critique de cette théorie a permis d'ouvrir des horizons pour mettre en évidence de nouveaux rôles qui varient selon la perspective théorique à travers laquelle on étudie ces rôles. Charreaux (2002, p. 49) suggère que le conseil d'administration peut avoir un rôle cognitif en aidant « *le dirigeant à construire sa vision, en la confrontant aux modèles mentaux des administrateurs, ou à détecter, sinon à construire des opportunités de croissance* ». Le conseil d'administration représente dans ce cas un vecteur de mobilisation de compétences et un mécanisme permettant de mettre à l'épreuve les schémas cognitifs des dirigeants et de prévenir ou de corriger leurs erreurs. Selon cet auteur, l'approche cognitive conduit à étudier le conseil d'administration en fonction de son influence sur les dimensions cognitives de création de valeur. Dans cette situation, le rôle du conseil d'administration n'est pas seulement disciplinaire mais également cognitif.

1.1.2.2 Le conseil d'administration dans la théorie de l'intendance : Un rôle de service et de conseil

Contrairement à la théorie de l'agence basée sur des perspectives économiques et financières, la théorie de l'intendance (stewardship theory) se fonde sur des perspectives psychologiques et sociologiques, et constitue un cadre théorique alternatif du comportement managérial (Tian & Venard, 2012). Cette théorie met l'accent sur la théorie Y de la motivation de McGregor (1960), selon laquelle les individus ont un besoin psychologique qui les pousse à travailler. Ce désir d'accomplissement personnel dans l'exercice des responsabilités les motive à donner leur mieux. En d'autres termes, ils ont besoin des responsabilités et de la confiance et non pas du contrôle ou de motivation financière. Donaldson et Davis (1991) soutiennent ce modèle et confirment que la motivation des détenteurs de rôle organisationnels réside dans leur besoin d'obtenir une satisfaction intrinsèque en réalisant une tâche avec succès ou en exerçant une responsabilité, ainsi que dans la reconnaissance de leurs supérieurs. Par conséquent, une meilleure performance ne provient pas de l'intensité du contrôle exercé mais plutôt de la motivation intrinsèque de l'individu.

Développée par Davis et al. (1997), la théorie de l'intendance propose une modélisation du comportement humain qui est supposé être altruiste. L'individu est considéré comme étant collectiviste et tire une meilleure utilité des comportements organisationnels et coopératifs que des comportements individualistes et égoïstes. De ce fait, les dirigeants ne sont plus considérés comme des agents opportunistes tel est le cas dans la théorie de l'agence, mais comme des bons intendants dont les objectifs coïncident avec ceux des actionnaires (Davis et al., 1997). En effet, l'intendant croit que ses intérêts sont alignés sur ceux des actionnaires, il maximise ainsi son propre intérêt en veillant à protéger et à maximiser la richesse des actionnaires et de toutes les autres parties prenantes de l'entreprise à travers la réalisation des objectifs organisationnels.

Selon cette théorie, le rôle principal du conseil d'administration est le service et le conseil (Sundaramurthy & Lewis, 2003). En effet, l'approche de la théorie de l'intendance est une approche collaborative qui appelle les administrateurs à conseiller et à soutenir le dirigeant dans sa prise de décision (Boyd et al., 2011). Muth et Donaldson (1998) parlent du rôle de « l'empowerment » qui va au-delà du conseil et qui permet de gérer les actifs de l'entreprise d'une façon responsable. La théorie de l'intendance accorde une attention particulière à la structure et la composition du conseil d'administration. Elle prédit que la dualité du dirigeant améliore la performance de l'entreprise, et ce, en supprimant les ambiguïtés des rôles et les conflits qui pourraient survenir avec le partage du pouvoir entre les deux leaders. Une étude de Brickley et al. (1997) a indiqué que la séparation entre les titres de dirigeant et de président du conseil entraîne

des coûts, ainsi que des avantages potentiels et que les coûts sont plus importants que les avantages. La théorie de l'intendance plaide également à une forte présence des administrateurs internes. En effet, ces derniers sont supposés être dignes de confiance et ne tentent pas de détourner les ressources de l'entreprise. D'un autre côté, les administrateurs interne disposent d'une meilleure compréhension et une meilleure expérience de l'entreprise, ce qui les aide à prendre les bonnes décisions et donc à améliorer la performance de l'entreprise (Donaldson, 1990).

Malgré les différences majeures entre les postulats de la théorie de l'agence et celles de l'intendance, ces deux théories ne sont pas contradictoires mais plutôt complémentaires. Les deux théories prises ensemble sont probablement plus robustes pour expliquer les complexités du comportement humain (Davis et al., 1997). D'après Tian et Venard (2012), la théorie de l'intendance est la plus adéquate pour comprendre la gouvernance dans un contexte à une culture communautaire tandis que la théorie de l'agence est plutôt adaptée à une culture individualiste. Trébucq (2003) reproche à la théorie de l'intendance le fait qu'elle ne se préoccupe pas du partage de la valeur entre les parties prenantes de l'organisation, et considère plutôt un objectif organisationnel global.

1.1.2.3 Le conseil d'administration dans la théorie de la dépendance envers les ressources : Un rôle de conseil et d'accompagnement stratégique

Fondée sur la sociologie et la théorie des organisations, la théorie de la dépendance envers les ressources souligne l'importance des éléments externes, c'est-à-dire l'environnement dans la compréhension du comportement organisationnel. L'influence de l'environnement sur les entreprises est considérable et inévitable, la raison pour laquelle ces dernières s'efforcent de sécuriser l'accès à des éléments avantageux de leur environnement. En effet, la gestion efficace de la dépendance d'une entreprise vis-à-vis de son l'environnement constitue un facteur crucial de son succès (Starbuck, 1965), et permet d'obtenir de ressources favorables pour l'entreprise (Thompson, 1967). Malgré l'importance évidente de l'environnement pour les entreprises, cet impact a très souvent été négligé dans la littérature sur les organisations. Il a fallu attendre la recherche de Pfeffer (1972) pour introduire la théorie de la dépendance envers les ressources comme une explication complète de la dépendance des entreprises à l'égard de l'environnement.

Développée par Pfeffer et Salancik (1978), la théorie de la dépendance envers les ressources se base sur l'idée que les entreprises sont amenées à interagir avec d'autres éléments de leur environnement afin d'acquérir les ressources nécessaires à leur survie. Selon Pfeffer et Salancik (1978, p. 40): «*Dans les systèmes sociaux et les interactions sociales, l'interdépendance existe chaque fois qu'un acteur ne contrôle pas entièrement toutes les conditions nécessaires pour*

réaliser une action ou pour obtenir le résultat souhaité de l'action ». Les entreprises ne sont pas indépendantes, elles interagissent avec leur environnement dans un réseau d'interdépendance et de relations sociales. Le degré d'interdépendance est lié à la disponibilité des ressources et aux interconnexions des organisations. Un degré élevé d'interdépendance est susceptible de générer des conflits entre les acteurs et d'augmenter ainsi l'incertitude environnementale (Mayrhofer, 2007). La pérennité de l'entreprise dans un tel environnement dépend de son aptitude à acquérir et à contrôler les ressources externes qui peuvent être des ressources financières, physiques, humaines, techniques ou liés à la légitimité sociale. Selon Barney et Arikan (2001, p. 138), les ressources sont : *«les actifs corporels et incorporels que les entreprises utilisent pour concevoir et mettre en œuvre leurs stratégies»*.

Cette théorie postule essentiellement que la réduction de l'incertitude et de la dépendance environnementale se passe par l'intermédiaire du conseil d'administration qui ne devrait pas se limiter au suivi des actions de gestion, mais il devrait également fournir des ressources critiques à l'entreprise. D'après Pfeffer (1972, p. 226): *«la structure du conseil n'est pas un élément aléatoire ou indépendant, mais plutôt des réponses organisationnelles rationnelles aux conditions de l'environnement extérieur»*. Par conséquent, une présence plus élevée d'administrateurs externes fait du conseil d'administration un mécanisme de cooptation capable d'obtenir des ressources vitales, d'améliorer les réseaux inter-organisationnels et d'accroître la légitimité de l'entreprise (Provan et al., 1980).

La théorie de la dépendance envers les ressources offre une explication des aspects par lesquels les administrateurs externes peuvent jouer un rôle important notamment en matière d'accès de l'entreprise aux informations et aux ressources. Les interrelations avec d'autres entreprises ou encore le croisement d'administrateurs (interlocking directorates) qui se manifestent par la détention de l'administrateur de plusieurs mandats à l'extérieur de l'entreprise, constitue le premier aspect. Ces interrelations permettent d'apporter à l'entreprise des informations précieuses sur son environnement en termes d'opportunités et de menaces (Daily et al., 2003). Elles permettent aussi d'augmenter la coordination entre les entreprises (Shropshire, 2010), de réduire les risques, les coûts de transaction et les incertitudes environnementales, et d'améliorer ainsi la performance financière de l'entreprise. Ces interrelations peuvent également faciliter à l'entreprise l'accès aux ressources. Les administrateurs siégeant dans d'autres conseil d'administration tels que ceux des institutions financières peuvent alléger les exigences de fonds propres et réduire le coût du l'emprunt (Boyd, 1990). Le second aspect est le capital social des administrateurs qui signifie, selon Nahapiet et Ghoshal (1998, p. 243): *« la somme des ressources actuelles et potentielles encastrées dans, disponible au travers et dérivées du réseau de relations possédé par*

un individu ou unité sociale». Il sert de canal pour la circulation de l'information, savoir-faire et ressources tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de l'entreprise (Oldroyd & Morris, 2012). La facilité d'accès aux ressources est d'autant plus accrue que des administrateurs possédant un capital social sous forme de réputation auprès des investisseurs sont présents au sein du conseil d'administration. De tels administrateurs permettent d'envoyer un signal positif concernant la qualité de la firme (Provan et al., 1980). Le troisième aspect est le capital humain des administrateurs, en l'occurrence leur compétences, expertises et connaissances. Ces ressources cognitives et intellectuelles servent à conseiller et aider le dirigeant dans sa prise de décisions. Les administrateurs peuvent donc être recrutés sur la base de leur expertise individuelle. En effet, chaque administrateur possède un profil précis et apporte à l'entreprise un capital humain particulier qui peut être une expertise bancaire et financière, une aide logistique ou autres. Une telle implication des administrateurs au sein du conseil d'administration permettrait de développer de meilleures stratégies et, par conséquent, de réaliser des niveaux plus élevés de performance à long terme (Bammens et al., 2011).

Du point de vue de la théorie de la dépendance envers les ressources, un conseil d'administration remplit trois principaux rôles, à savoir le contrôle, le service et l'accompagnement stratégique (Pearce & Zahra, 1992). Le contrôle consiste à surveiller, évaluer et récompenser les dirigeants, et protéger la richesse des actionnaires. Le rôle de service permet d'améliorer l'identité, la réputation et la position de l'entreprise dans sa communauté (Provan et al., 1980), et d'assurer sa survie. Il s'effectue à travers plusieurs activités telles que la représentation des intérêts de l'entreprise dans la communauté (Zald, 1969), la mise en relation de l'entreprise avec son environnement externe (Pfeffer, 1972). De leur côté, Johnson et al. (1996) affirment que le rôle de service consiste à fournir aux dirigeants des conseils issus essentiellement des ressources diversifiées apportées par les administrateurs, en l'occurrence leurs compétences, expériences et réseaux sociaux. Quant au rôle stratégique, il comprend l'implication des administrateurs dans la formulation et la mise en place de la stratégie de l'entreprise. Il contribue à la recherche de nouvelles opportunités et alternatives stratégiques et stimule la créativité et le processus d'innovation. Ce rôle vise à améliorer la position concurrentielle de l'entreprise, et maximise ainsi la richesse des actionnaires (Pearce & Zahra, 1992).

Comme tout autre théorie, la théorie de la dépendance envers les ressources présente quelques limites. Selon Zahra et Pearce (1989), cette théorie ne spécifie pas clairement les méthodes dans lesquelles les administrateurs créent leurs stratégies pour lier l'entreprise à son environnement. Elle postule également que le conseil est structuré et développé pour mieux s'adapter à l'environnement, cette perspective simplifie à l'extrême les processus et les individus

associés au conseil d'administration, ignorant ainsi la nature complexe de l'adaptation organisationnelle à l'environnement.

Afin de surmonter les limites liées à chaque théorie, et d'acquérir une compréhension plus solide sur la relation entre le conseil d'administration et la performance financière de l'entreprise, nous utiliserons dans la formulation des hypothèses de notre recherche, une approche multi-théories basées sur la théorie de l'agence, la théorie de l'intendance et celle de la dépendance envers les ressources.

1.1.3 Revue des études empiriques sur l'impact des caractéristiques du conseil d'administration sur la performance des entreprises

Le conseil d'administration est un mécanisme central de la gouvernance d'entreprise. Comme nous l'avons précédemment vu, ce dernier remplit divers rôles. La théorie de l'agence lui attribue un rôle de supervision et de contrôle des actions des agents afin de protéger la richesse des actionnaires. La théorie de l'intendance met l'accent sur un rôle de service tandis que la théorie de la dépendance envers les ressources le considère comme apporteur de ressources nécessaires à la survie de l'entreprise. En conséquence, chaque théorie suggère différentes caractéristiques du conseil d'administration qui lui permettent d'exercer son rôle convenablement, d'améliorer son efficacité et d'améliorer ainsi la performance de l'entreprise. De nombreuses études se sont intéressées à l'analyse de l'impact de ces caractéristiques sur la performance financière des entreprises. Le but de la plupart était l'identification de la meilleure configuration du conseil d'administration. Parmi les caractéristiques les plus étudiées se trouvent la taille du conseil d'administration, la dualité du dirigeant, l'indépendance des administrateurs, et la diversité au sein du conseil d'administration. Ces recherches ont abouti à des résultats divergents, certaines ont confirmé l'existence d'une relation positive entre certaines caractéristiques du conseil d'administration et la performance, d'autres ont montré pour les mêmes caractéristiques, une relation négative ou parfois, aucune relation significative. Nous présentons ci-après les recherches les plus marquantes et/ou récentes sur le lien entre les caractéristiques du conseil d'administration et la performance des entreprises.

1.1.3.1 La taille du conseil d'administration

La majorité des études empiriques effectuées dans les pays développés ont généralement abouti un impact négatif de la taille du CA sur la performance, tandis que celles réalisées dans les pays émergents affichent des résultats mitigés. Yermack (1996) a analysé un échantillon de 452 grandes entreprises publiques opérant dans le secteur industriel aux États-Unis au cours de la période allant de 1984 à 1991. En utilisant la méthode des moindres carrés ordinaires ainsi que le

modèle à effets fixes, il a conclu que la taille du CA a un effet inverse sur la valeur de la firme mesurée par le Q de Tobin. Il indique que cette relation prend une forme convexe, et que la plus grande partie de la valeur perdue se produit lorsque les CA passent de petite à moyenne taille. Conyon et Peck (1998) ont utilisé les données de cinq pays européens (le Royaume-Uni, la France, les Pays-Bas, le Danemark et l'Italie) pour la période 1990-1995 et ont montré à travers la méthode des moments généralisés en panel dynamique, que la taille du CA est inversement liée aux mesures de performance utilisées (le ROA et le Q de Tobin). Guest (2009) a analysé 2 746 entreprises cotées au Royaume-Uni au cours de la période 1981-2002 en utilisant la méthode des moindres carrés ordinaires, le modèle à effets fixes et la méthode des moments généralisés. Ses résultats ont indiqué que la taille du conseil d'administration influence négativement la performance de l'entreprise mesurée par le ROA, le Q de Tobin, et le rendement de l'action. Cette relation négative est plus forte dans les grandes entreprises, qui ont tendance à avoir des CA plus importants. Selon cette étude, une taille importante du CA nuit à son efficacité car elle entraîne des problèmes de communication et une mauvaise prise de décision. Gill et Mathur (2011) ont abouti aux mêmes résultats dans le contexte canadien sur un échantillon de 91 sociétés cotées au cours de la période 2008-2010. La méthode des moindres carrés ordinaires utilisée ainsi que la méthode ANOVA ont confirmé que la taille du CA impacte négativement le Q de Tobin. Cette recherche suppose l'existence d'une taille optimale du CA qui dépend de la taille de l'entreprise.

Quant aux études effectuées dans les pays émergents ou en développement, leurs résultats sont mitigés. Haniffa et Hudaib (2006) ont examiné les données de 347 entreprises malaisiennes cotées pour la période 1996-2000. En utilisant la méthode des moindres carrés ordinaires, ils ont constaté que la taille du conseil d'administration a un impact positif sur le ROA et le Q de Tobin. Ces résultats sont similaires à ceux de Mishra et Kapil (2018) qui ont analysé les données des entreprises indiennes cotées au cours de la période 2010-2014 en utilisant la méthode des équations structurelles. Cependant, Azeez (2015) a montré une relation négative entre la taille du CA et la performance financière d'un échantillon de 100 entreprises cotées au Sri Lanka. L'étude de El-Masry (2010) a obtenu le même résultat sur un échantillon de 50 entreprises égyptiennes cotées. Quant à Shao (2019), qui a examiné les données des entreprises chinoises cotées (22700 observations) sur la période 2001-2015 en appliquant la méthode des moments généralisés, il n'a abouti à aucune relation significative entre la taille du CA et la performance de ces entreprises. Les mêmes résultats ont été obtenus par Darko et al. (2016) sur un échantillon de 20 entreprises ghanéennes.

En ce qui concerne le contexte algérien, peu sont les études consacrées à l'analyse de la relation entre les caractéristiques du conseil d'administration et la performance des entreprises.

Parmi ces études, se trouve l'étude de Sehaba et Lahlou (2019) qui, en utilisant la méthode des moindres carrés ordinaires, n'a constaté aucune relation entre la taille du CA et la performance financière mesurée par le ROA et le ROE. Néanmoins, cette étude examine une seule entreprise publique « PMAT » pendant la période 2007-2016. Cela empêche donc la généralisation de ces résultats sur le contexte algérien.

1.1.3.2 La dualité du dirigeant

Les données empiriques, tant dans les pays développés que dans les pays en développement, montrent des résultats mitigés en matière de l'effet de la dualité du dirigeant sur la performance financière. Dans le contexte américain, l'étude de Rechner et Dalton (1991) a analysé un échantillon de 141 entreprises sur une période de 6 ans allant de 1978 à 1983, en appliquant la méthode de MANOVA. L'étude a montré qu'une séparation du leadership améliore la performance de l'entreprise mesurée par le ROE et le ROI. Le même résultat a été montré par Dahya et al. (1996) au Royaume-Uni sur un échantillon de 124 entreprises durant la période 1989-1992. Des résultats similaires ont été confirmés par Al Farooque et al. (2020) en appliquant la méthode des moments généralisés sur un échantillon de 452 entreprises thaïlandaises cotées pour la période allant de 2000 à 2016. D'un autre côté, certaines études ont confirmé une relation positive entre la dualité et la performance. Peni (2014) a examiné les données de 305 entreprises américaines sur la période allant de 2006 à 2010. La méthode « Two way fixed effects » utilisée lui a permis de confirmer l'impact positif du cumul de leadership sur le ROA et le Q de Tobin. Au Bangladesh, Rouf (2011) a examiné 93 sociétés non financières cotées en 2006. En utilisant la méthode des moindres carrés ordinaires. Il a confirmé que la dualité du dirigeant affecte positivement le ROE. Au Vietnam, Vo et Phan (2013) ont analysé les données de 77 entreprises cotées pour la période de 2006 à 2011. En utilisant la technique des moindres carrés généralisés, ils ont montré un lien positif entre la dualité et le ROA. Par ailleurs, certaines études n'ont pas obtenu des résultats significatifs. Chen et al. (2008) ont analysé, durant la période 1999-2003, les données d'un échantillon de 5 154 entreprises américaines (3 354 avec une structure duale et 1 800 non duale). Pour ce faire, ils ont fait appel à plusieurs méthodes de régression à savoir la méthode des moindres carrés ordinaires, la méthode d'estimation en deux étapes de Heckman et le modèle à effets fixes. En examinant les changements dans la performance des entreprises au cours des 3 ans entourant les changements de la structure de direction. Ils ont confirmé qu'il n'y a pas de relation significative entre la dualité et la performance. Ils soulignent que les entreprises peuvent changer leur structure de direction (de la dualité à la non-dualité et vice versa) en réponse à la détérioration de la performance. Cependant, après ce changement, il n'y a pas d'amélioration de la performance. Cette étude suggère que la structure de direction dans les entreprises est

déterminée de manière endogène et optimale compte tenu des caractéristiques de l'entreprise et de la structure de propriété. Des résultats similaires ont été montrés par Elsayed (2007) dans le contexte égyptien, et par Puni et Anlesinya (2020) dans le contexte Ghanéen.

Dans le contexte algérien, l'étude de Merhoun et Benhalima (2020) sur 11 banques algériennes durant la période 2009-2016, en utilisant principalement le modèle à effets aléatoires, a confirmé qu'il n'existe aucun effet significatif de la dualité du dirigeant sur la performance des banques algériennes mesurée par le ROA.

1.1.3.3 L'indépendance des administrateurs

Les études empiriques sur la relation entre l'indépendance du conseil d'administration et la performance des entreprises affichent des résultats contradictoires, soit dans les pays développés ou en développement. Pearce et Zahra (1992) ont analysé un échantillon de 119 entreprises industrielles américaines sur la période 1983-1989. Ils ont montré que la proportion d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration avait un impact positif sur la performance des entreprises mesurée par le ROA, ROE et le bénéfice par action. L'étude de Kao et al. (2019) a également montré une relation positive entre la présence des administrateurs non exécutifs et la performance de l'entreprise mesurée par plusieurs indicateurs comptables (le ROA et le ROE) et d'autres financiers. Cette étude a été réalisée sur un panel d'entreprises taiwanaises comportant 10 151 observations (entreprises-année) sur la période 1997-2015 en utilisant deux méthodes économétriques, le modèle à effets fixes et la méthode des moindres carrés en deux étapes (2SLS). L'étude d'Al-Matari et al. (2014) effectuée sur 168 sociétés financières cotées à la bourse de Oman durant la période 2011-2017 a confirmé une relation positive et significative entre la présence d'administrateurs non exécutifs et la performance mesurée par le Q de Tobin, et ce, en utilisant plusieurs estimateurs de la régression linéaire multiple (la méthode des moindres carrés ordinaires, la méthode de moindres carrés généralisés et celle des moindres carrés généralisés réalisables). Le même résultat a été obtenu par John et al. (2020) sur un échantillon de 394 entreprises situées au centre et à l'ouest de Ouganda, en utilisant la méthode ANOVA.

En revanche, l'étude de Bozec (2005) effectuée sur un échantillon de 25 grandes entreprises publiques canadiennes durant la période 1976 à 2000 a abouti à des résultats différents. Cette étude a utilisé plusieurs mesures de performance et a confirmé un impact négatif de la présence des administrateurs non exécutifs sur le ROA et le ROS (la rentabilité opérationnelle). L'étude de Darko et al. (2016) réalisée sur 20 entreprises ghanéennes cotées sur la période 2008-2012, en utilisant la régression par la méthode des moindres carrés ordinaires ainsi que la méthode ANOVA a également révélé une relation négative entre l'indépendance des administrateurs et les différents

indicateurs de la performance (ROA, ROE, Q de Tobin et la marge bénéficiaire nette). L'étude de Ofoeda (2017) dans le même contexte a confirmé ce résultat sur les institutions financières non bancaires (NBFIs).

Quant à l'étude de Merendino et Melville (2019), réalisée sur un échantillon de sociétés italiennes cotées sur la période 2003-2015, elle a abouti à un résultat plus complexe. En utilisant la méthode des moments généralisés, cette recherche a montré une relation non linéaire sous forme de U inversé entre la présence d'administrateurs indépendants et la performance de l'entreprise mesurée par le ROA. Cependant, l'étude de Nguyen et al. (2014), qui a analysé 257 sociétés non financières à Singapour durant la période 2008–2011 en utilisant plusieurs méthodes économétriques (la méthode des moindres carrés ordinaires, le modèle à effets fixes et la méthode des moments généralisés) n'a pas trouvé un effet significatif de la présence d'administrateurs indépendants sur la performance. Le même résultat a été obtenu par Afrifa et Tauringana (2015) sur 234 PME au Royaume-Unis durant la période 2004-2013 en utilisant le modèle à effets fixes et le modèle à effets aléatoires.

1.1.3.4 La diversité des administrateurs

La littérature sur la diversité suggère que cette dernière permet d'améliorer la prise de décision mais elle impacte négativement la dynamique de groupe. La diversité peut être, soit observable, comme le genre, l'âge, la race et l'ethnicité, soit non observable comme la connaissance, l'éducation, les valeurs. La plupart des recherches sur la diversité se concentrent sur la diversité observable dite aussi démographique.

Les études empiriques sur la relation entre la diversité du CA et la performance financière des entreprises fournissent des résultats mitigés. Certaines recherches montrent qu'il existe une association positive entre certains types de diversité (diversité des genres, ethnique, âge...) d'autres fournissent des résultats négatives ou parfois aucune relation significative. Erhardt et al. (2003) ont étudié 112 entreprises figurant dans le classement Fortune 1000 pour la période 1993-1998. En utilisant la régression hiérarchique, ils ont trouvé un lien positif entre la diversité démographique dans le CA, mesurée en termes de représentation ethnique et de genre et la performance des entreprises, mesurée par le ROA et le ROI. Brahma et al. (2021) se sont focalisés sur la diversité des genres des entreprises de l'indice FTSE 100 au Royaume-Uni durant la période 2005-2016. En utilisant la méthode des moindres carrés ordinaires, le modèle à effets fixes ainsi que la méthode des moments généralisés, ils ont montré une relation positive et significative entre la diversité des genres et la performance. Cependant, ces résultats deviennent très significatifs et sans équivoque lorsque trois femmes ou plus sont nommées au CA par rapport à la nomination de

deux femmes ou moins. Une analyse plus approfondie a révélé que la performance financière après la nomination est positivement liée à l'âge des femmes, au niveau de scolarité et à l'endroit où les femmes administrateurs occupent également des postes de directeur général. Les résultats ont resté inchangés après prise en compte des problèmes d'endogénéité et utilisation de mesures alternatives de la performance de l'entreprise, à savoir le ROA et le Q de Tobin.

L'étude de Ujunwa (2012) a analysé 122 entreprises cotées au Nigéria entre 1991 et 2008. En utilisant la méthode des moindres carrés généralisés, le modèle à effets fixes et aléatoires, il a constaté que la diversité des genres est négativement liée aux performances de l'entreprise, tandis que la diversité des nationalités, l'appartenance ethnique et le nombre des administrateurs titulaires d'un doctorat ont un impact positif sur la performance de l'entreprise mesurée par le ROA. Darmadi (2011) s'est intéressé à trois caractéristiques démographiques de la diversité au sein des CA de 169 entreprises indonésiennes cotées en 2007. Ces caractéristiques sont liées à la diversité des genres, des nationalités et des âges (administrateurs âgés de moins de 50 ans). Pour le faire, il a utilisé des variables dichotomiques pour chaque caractéristique ainsi que des indices de diversité tels que l'indice de Blau et l'indice de de Shannon-Weaver. En utilisant la méthode des moindres carrés ordinaires sur les données transversales collectées, il a montré que le ROA et le Q de Tobin ont une association négative et significative avec la diversité des genres, tandis que la diversité des nationalités n'exerce aucune influence sur les performances de l'entreprise. En revanche, la proportion de jeunes membres est positivement liée au Q de Tobin, ceci revient au fait que les administrateurs les plus jeunes sont plus susceptibles d'être motivés pour faire face à de nouveaux défis et changements qui conduisent à de meilleures performances. Carter et al. (2010) ont analysé les données des entreprises de l'indice S&P 500 pour la période 1998-2002 en utilisant le modèle à effets fixes ainsi que la méthode des triples moindres carrés (3SLS). Leurs résultats ont indiqué qu'il n'existe pas de relation significative entre la diversité des genres et ethnique au sein des CA et la performance financière des grandes sociétés américaines mesurée par le ROA et le Q de Tobin. Des résultats similaires ont été obtenus par Wang et Clift (2009) sur un échantillon de 243 grandes entreprises australiennes pour la période 2003-2006.

Quant au contexte algérien, il n'existe pas, à notre connaissance des recherches qui ont analysé l'impact de la diversité sur la performance des entreprises. Cependant, l'étude d'Issa et al. (2021) centrée sur l'impact de la diversité sur la performance des banques dans la région MENA a analysé les données des banques en Algérie et dans dix autres pays (Bahreïn, l'Égypte, la Jordanie, le Koweït, le Liban, Oman, Palestine, Qatar, Arabie saoudite et Émirats arabes unis). Les résultats de cette étude ont montré que la diversité des nationalités au sein des CA a un impact positif et significatif sur la performance, tandis que la diversité des genres et du niveau d'éducation

n'ont pas montré de relations significatives avec la performance des banques. Il est très important de signaler que cette étude n'a analysé qu'une seule banque algérienne. En effet, sur un échantillon initial de 11 banques algériennes, 10 ont été exclues à cause des données manquantes. Cela rend cette étude moins représentative du contexte algérien.

Tableau 1-1 : Synthèse des études empiriques sur la relation entre les caractéristiques du conseil d'administration et la performance des entreprises

Étude	Échantillon et période	Méthode	Mesures de performance utilisées	Caractéristiques du conseil d'administration analysées	Résultats
Ujunwa (2012)	122 entreprises cotées au Nigéria entre 1991 et 2008	Méthode des moindres carrés généralisés, le modèle à effets fixes et aléatoires	ROA	Taille du CA	Négative mais non significative
				Dualité du dirigeant	Négative
				Diversité des genres	Négative
				Diversité des nationalités	Positive
				Diversité ethnique	Positive mais non significative
				Niveau d'éducation	Positive
Mahadeo et al. (2012)	42 entreprises mauritaniennes cotées en bourse durant l'année 2007	Régression multiple avec la méthode des moindres carrés ordinaires	ROA	Taille du CA	Non significative
				Présence d'administrateurs externes	Négative
				Diversité des âges	Positive
				Présence de femmes	Positive
				Niveau d'éducation	Négative
Eulerich et al. (2014)	160 grandes entreprises allemandes cotées durant les années 2009, 2010, 2011	Modèle de régression multiple	EBITDA margin : Bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissement (EBITDA) divisé par le chiffre d'affaires total	Présence de femmes	Négative mais non significative
				Diversité des nationalités	Négative
				Diversité des âges	Négative
				Taille du CA	Non significative
				Présence d'administrateurs externes	Positive mais non significative

Ali et al. (2014)	288 grandes entreprises australiennes cotées en 2011 en utilisant des mesures de performance de 2012	Méthode de la régression hiérarchique	ROA Productivité des employés	Diversité des genres	Relation linéaire positive avec la productivité des employés
				Diversité des âges	Relation linéaire négative avec le ROA, et une relation curvilinéaire en forme de U inversé avec le ROA
Boubaker et al. (2014)	Les entreprises françaises cotées de l'indice SBF 120 pour la période 2009-2011	Test de Student, méthode des moindres carrés ordinaires, méthode des doubles moindres carrés (2SLS)	Q de Tobin	Présence de femmes	Négative
Sbai et Meghouar (2017)	6 banques commerciales marocaines cotées à la bourse de Casablanca durant la période 2009 à 2015	Modèle à effets fixes et modèle à effets aléatoires	ROA ROE	Taille du CA	Négative
				Dualité du dirigeant	Négative
				Présence de femmes	Négative
				Présence des étrangers	Négative
				Présence de comités	Positive
Vu et al. (2018)	557 entreprises vietnamiennes cotées depuis leur cotation jusqu'à 2014	Méthode des moindres carrés ordinaires, modèle à effets fixes et modèle à effets aléatoires	ROA ROE	Taille du CA	Positive
				Présence d'administrateurs indépendants	Non significative
				Présence de femmes	Non significative
				Dualité du dirigeant	Non significative
				Actions détenues par les administrateurs	Positive
Al Farooque et al. (2020)	452 entreprises thaïlandaises cotées pour la période allant de 2000 à 2016	Méthode des moments généralisés, méthode des moindres carrés ordinaires, modèle à effets fixes	Return on stock Q de Tobin	Taille du CA	Positive
				Dualité du dirigeant	Négative
				Fréquence des réunions du CA	Positive
				Présence d'administrateurs indépendants	Positive
Puni et Anlesinya (2020)	38 entreprises cotées au Ghana de 2006 à 2018	Modèle à effets fixes et aléatoires	ROA ROE Q de Tobin	Dualité du dirigeant	Non significative
				Fréquence des réunions du CA	Positive

			Bénéfice par action	Taille du CA	Positive
				Présence d'administrateurs internes	Positive
				Présence d'administrateurs externes	Positive
				Présence de comités	Négative
Mohd Ghazali (2020)	742 entreprises malaisiennes cotées en 2013	Modèle de régression multiple	ROE	Taille du CA	Positive
				Dualité du dirigeant	Négative
				Présence d'administrateurs externes	Non significative
				Fréquence des réunions du CA	Négative
				Actions détenues par les administrateurs	Non significative
Merhoum et Benhalima (2020)	11 banques algériennes (5 privées et 6 publiques) durant la période 2009- 2016	Modèle à effets fixes et modèle à effets aléatoires	ROA	Taille du CA	Non significative
				Dualité du dirigeant	Non significative
				Présence d'administrateurs indépendant	Non significative
Kiptoo et al. (2021)	51 compagnies d'assurance autorisées à opérer au Kenya et analysées sur la période allant de 2013 à 2018	Méthode des moindres carrés ordinaires, modèle à effets fixes et modèle à effets aléatoires	ROA	Taille du CA	Négative
				Présence d'administrateurs indépendant	Positive
				Présence d'administrateurs exécutifs	Négative
				Diversité du CA	Positive

1.2 La gouvernance de l'entreprise algérienne

L'objectif de cette section est de présenter l'environnement des affaires en Algérie et l'état de la gouvernance des entreprises (cadre règlementaire et juridique). Cette section va nous permettre d'extraire les caractéristiques uniques du contexte algérien en matière de gouvernance, ce qui va nous aider à comprendre et à expliquer la relation entre la gouvernance et la performance des entreprises dans ce contexte.

1.2.1 Bref aperçu sur l'environnement des affaires en Algérie

L'environnement des affaires en Algérie est très difficile, il se caractérise par une économie dominée par le secteur public et fortement dépendante des hydrocarbures qui représente plus de

95 % des recettes d'exportation, 60 % du budget de l'État et 30 % du PIB (U.S. Department of state, 2019). Une telle dépendance rend le pays vulnérable à toute chute du prix du baril de pétrole connu par ses fluctuations notamment depuis 2014, ce qui dégrade de plus en plus la conjoncture économique. De plus, le pays a connu une grande désindustrialisation durant les trois dernières décennies. L'industrie manufacturière hors hydrocarbures est passée de 35 % du PIB à la fin des années quatre-vingt à 5 % en 2015 (OCDE, Mai 2017). L'incertitude politique est un autre élément qui complique l'environnement algérien, en particulier en 2019 qui était marquée par une mobilisation sociale, une transition politique, et des arrestations des dirigeants d'entreprises de divers secteurs pour des enquêtes sur des affaires de corruption. Cela a entraîné une perturbation de l'économie en raison de changements soudains dans la direction et la supervision de ces entreprises. La contradiction des politiques gouvernementales, les changements constants et l'incohérence du cadre réglementaire, les problèmes douaniers, la bureaucratie, les difficultés dans les transferts monétaires et la concurrence par les prix de rivaux internationaux sont aussi des contraintes qui freinent les investissements nationaux et étrangers.

L'Observatoire du Climat des Affaires (OCA), placé sous l'égide du Cercle d'Action et de Réflexion autour de l'Entreprise (CARE) a réalisé une enquête sur le climat des affaires en Algérie durant le premier trimestre de l'année 2018. 250 chefs d'entreprise, à l'échelle nationale, ont été interrogés sur la base d'un questionnaire via internet, SMS et téléphone, parmi eux, 145 ont répondu à cette enquête. Le questionnaire porte sur cinq axes à savoir : la gouvernance et actions de l'Etat, la compétitivité des entreprises, le financement, la fiscalité et la parafiscalité et, enfin, le capital humain. Les conclusions de l'enquête reflètent la médiocrité de l'environnement des affaires algérien avec un indice global de 7.10/20 et des notes de 5.5/20; 8.5/20; 7.5/20; 6.8/20 et 7/20 respectivement pour les rubriques du questionnaire précédemment citées. Cette enquête révèle les principaux problèmes de l'environnement des affaires tel qu'il est perçu par les chefs d'entreprise. Ces problèmes sont liés à la prise de décision sans concertation et par voie de décret (les décisions relatives à la gestion économique du pays); la pression intense de la fiscalité et la parafiscalité; l'insuffisance de l'offre de financement sur la scène bancaire et financière à cause de la dominance des banques publiques, le retard de modernisation du secteur bancaire, et encore l'état embryonnaire du marché boursier; et enfin l'inadaptation de la formation aux besoins du monde du travail et de l'entreprise.

Sur le plan international, le rapport « Doing Business » de la Banque mondiale consacré à l'évaluation du climat des affaires de 190 pays classe l'Algérie à la 175ème place au titre des années 2019 et 2020. Depuis 2007, l'Algérie n'a progressé dans ce classement qu'une seule fois en 2017 où elle était classée 156ème et a gagné sept places par rapport à l'année 2016. Afin d'améliorer ce

classement et d'assouplir les processus administratifs liés aux investissements nationaux ou internationaux, le gouvernement a installé depuis 2013 un Comité National dédié à l'Amélioration de l'Environnement des Affaires (CNAEA). En matière d'investissement et d'entrepreneuriat, les pouvoirs publics ont opté pour une simplification du cadre légal en publiant des lois et des textes réglementaires à savoir la loi n°16-09 du 3 août 2016 relative à la promotion de l'investissement, loi n° 17-02 du 10 janvier 2017 portant loi d'orientation sur le développement de la petite et moyenne entreprise, et des textes d'application (Journal officiel n° 16 du 8 mars 2017).

Dans le cadre de numérisation des démarches administratives, le gouvernement a mis en place des mesures de facilitation telles que le portail de création d'entreprise en ligne (www.jecreemonentreprise.dz), la dénomination et publicité légale en ligne (<https://sidjilcom.cnrc.dz>), un dispositif de paiement en ligne par le CNRC, l'institution du registre de commerce électronique, l'obligation de la déclaration fiscale en ligne pour entreprises relevant de la Direction Générale des Grandes Entreprises conformément aux dispositions de la loi de finances 2018 (disponible sur les sites www.mfdgi.gov.dz et www.jibayatic.dz), la demande en ligne du Numéro d'Identification Fiscale (disponible sur : <https://nifenligne.mfdgi.gov.dz/>), la mise en œuvre d'un service d'enregistrement de l'investissement en ligne de l'Agence Nationale de Développement de l'Investissement (www.andi.dz), et la mise en ligne de la documentation nécessaire liée au commerce transfrontalier (www.douane.gov.dz). Certaines de ces mesures sont déjà opérationnelles et d'autres en cours.

Les efforts fournis par les autorités publiques participent, certes à l'amélioration du climat des affaires algérien mais elles restent méthodologiques et loin d'être suffisantes pour rendre le climat des affaires algérien plus attractif aux investissements malgré, les opportunités de croissance à long terme qu'offre cette économie dans tous les secteurs. Dans de telles conditions, la diversification de l'économie et la mise en place d'une industrialisation compétitive au niveau international est un objectif difficile à atteindre.

1.2.2 Etat des lieux et évolution de la gouvernance de l'entreprise algérienne

Le débat sur la gouvernance d'entreprise en Algérie remonte aux années 2000 avec les multiples scandales financiers qui l'ont secoué tels que l'affaire de la banque El Khalifa, la Banque commerciale et industrielle d'Algérie (BCIA) suivies plus tard par l'affaire de Sonatrach avec ses différents épisodes. Ces derniers ont été la résultante de lacunes et de défaillances importantes dans la gouvernance de ces entreprises qui font partie d'un environnement fragile caractérisé par la mondialisation et la lente et délicate transition d'une économie administrée à une économie de marché.

Dans le but d'accroître la capacité de l'État à réguler le marché et à encourager le secteur privé à adopter de bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise, la Banque mondiale a lancé une stratégie d'assistance en Algérie pour les exercices 2004-2006. Dans une évaluation du secteur financier (FSA) réalisée en 2004, la Banque mondiale a indiqué que, depuis la fin des années 1980, les autorités algériennes se sont engagées dans une modernisation large et crédible des lois et règlements régissant l'intermédiation financière. Néanmoins, des lacunes importantes subsistent. L'Algérie ne dispose pas d'un cadre de gouvernance d'entreprise moderne. De plus, si les droits des actionnaires semblent bien protégés, l'absence de réglementation sur la gouvernance d'entreprise affaiblit la protection des actionnaires minoritaires (Ahmed Gaid, 2015).

La question de la gouvernance de l'entreprise algérienne a été mise en exergue également par la mission d'évaluation de pays (MEP) qui a examiné le rapport d'auto-évaluation de pays (RAEP) présenté par l'Algérie lors de sa participation au Mécanisme Africain d'évaluation par les Pairs (MAEP) en 2007. Cette évaluation a indiqué que les mesures prises pour la mettre en œuvre sont encore loin d'être suffisantes en qualité et en quantité, et ce, pour des raisons multiples et qui sont principalement : l'adoption très faibles des normes ISO 9000 et ISO 14001 par les entreprises algériennes, la corruption, le non-respect du code de déontologie dans le domaine des affaires, et encore les circuits informationnels à caractère informel ou familial et l'absence des systèmes internes opportuns permettant la diffusion de l'information financière aux partenaires commerciaux notamment les actionnaires. Sur la base de ces constatations, des recommandations ont été proposées afin d'instaurer un climat favorable et approprié aux règles et pratiques de gouvernance d'entreprise.

En absence d'un cadre institutionnel de la gouvernance d'entreprise en Algérie, certaines entreprises ont pris des initiatives d'instauration des codes de bonne conduite en leur sein. À ce titre, le groupe Sonatrach a lancé un code de conduite peu de temps après son scandale au début de l'année 2010. Ce code d'éthique et de comportement est destiné au personnel, dirigeants et toutes les parties prenantes. Il rappelle l'engagement du groupe envers son personnel mais aussi son engagement citoyen et environnemental. Il a mis l'accent sur l'obligation du respect de la loi, la transparence, la lutte contre la corruption et la gestion des potentiels conflits d'intérêts. Un comité d'éthique a été mis en place afin de renforcer les pratiques éthiques au sein du groupe et de veiller au respect des dispositions de ce code. La même année, le groupe Sonelgaz s'est doté d'un code et d'un comité d'éthique pour des raisons similaires qui sont principalement la consolidation des pratiques de bonne gouvernance au sein du groupe, l'amélioration de son image et la lutte contre la corruption (Portail Algérien des Energies Renouvelables, 2010). La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB) à son tour a publié son code

de déontologie et d'éthique en 2017. Ce guide « *constitue le cadre approprié pour l'accomplissement des missions propres à la régulation du marché financier, dans le respect des droits et des devoirs qui régissent cette activité, les règles de conduite de ceux qui l'exercent tant collectivement qu'individuellement, les rapports entre ceux-ci et les opérateurs de ce marché* ». La bonne gouvernance et la quête de l'excellence est une valeur fondamentale dans la COSOB qui s'engage à fournir des informations transparentes et complètes pour la prise de décision portant sur ses relations avec les parties prenantes du marché des valeurs mobilières.

Parallèlement à ces codes de bonne conduite édités d'une façon individuelle, des efforts remarquables ont été déployés par la société civile afin d'instaurer un cadre référentiel national permettant de répondre aux normes internationales. Cela s'observe dans l'initiative du Cercle d'Action et de Réflexion autour de l'Entreprise (CARE) en collaboration avec le Forum des Chefs d'Entreprises (FCE) et l'Association des Producteurs Algériens de Boissons (APAB). Cette action privée est soutenue par les pouvoirs publics, à travers le ministère de la PME et de l'Artisanat. Cette initiative a donné naissance à un premier code de gouvernance d'entreprise en Algérie en mars 2009.

Ce code élaboré par une Taskforce, dénommée GOAL 08, par allusion à « Gouvernance Algérie en 2008 » définit la gouvernance d'entreprise comme « *une philosophie managériale et un ensemble de dispositions pratiques visant à assurer la pérennité et la compétitivité de l'entreprise par le biais de : la définition des droits et des devoirs des parties prenantes; le partage des prérogatives et responsabilités qui en résultent* ».

Ce document est l'aboutissement d'une année de travail des experts de la taskforce qui ont pu extraire les particularités du contexte algérien et mettre en place en se référant aux principes de gouvernance d'entreprises de l'OCDE, la version 2004, un code correspondant à la fois à la réalité algérienne ainsi qu'à l'expérience internationale en la matière.

Ce référentiel a pour objectif d'introduire un processus général et global de promotion de la gouvernance d'entreprise en Algérie et d'élargir le débat sur les jalons ultérieurs possibles. Il dote l'entreprise algérienne partiellement ou totalement privées d'un instrument didactique simplifié lui permettant d'appréhender et d'intégrer les principes fondamentaux de la gouvernance d'entreprise et de libérer son fonctionnement en lui procurant un maximum de sécurité. Cela permettrait de renforcer l'image de l'entreprise algérienne et l'attractivité de l'économie nationale en matière de capitaux et de compétences et, par conséquent de diversifier les sources d'accumulation de celle-ci.

Le code algérien de gouvernance d'entreprise n'a aucune vocation légale, et s'adresse particulièrement aux PME algériennes, mais aussi à tout autre type d'entreprise algérienne comme une source d'inspiration. Il est composé de trois parties, la première présente le contexte algérien et les problèmes de la gouvernance de l'entreprise algérienne. La deuxième est consacrée aux standards clefs de la gouvernance d'entreprise ayant pour objectif l'amélioration du respect de quatre grands principes qui sont l'équité, la transparence, la responsabilité et l'imputabilité. Quant à la dernière partie, elle cumule un ensemble d'annexes qui servent comme outils et conseils pratiques pour l'entreprise algérienne.

Dans le but de pérenniser ce code, et de renforcer la compétitivité et le développement économique en Algérie, les initiateurs ont sitôt lancé l'institut algérien de gouvernance d'entreprise baptisé « HAWKAMA El Djazaïr », et ce, en octobre 2010. Ce projet de partenariat public-privé créé au sein du CARE a pour mission la vulgarisation des bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise à travers des formations, des travaux de sensibilisation et de conseil, ce qui contribue au développement du capital humain au sein des entreprises algériennes. Par ailleurs, la participation à des événements internationaux est un élément crucial pour ce dispositif afin de tisser un réseau international permettant l'échange des expériences avec d'autres institutions sur la thématique de la gouvernance d'entreprise. Il s'agit donc d'encourager les entreprises nationales à adhérer aux bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise définies par ce code et d'accompagner et soutenir celles qui y adhèrent. En outre, cet institut favorise l'insertion de l'indice « gouvernance » dans l'accès aux sources de financement, participe dans l'amélioration du cadre réglementaire en matière de la gouvernance d'entreprise et veille à intégrer l'entreprise algérienne dans la dynamique internationale de réflexion sur les questions de la gouvernance d'entreprise.

Afin d'avoir une perception sur les pratiques de gouvernance au sein des entreprises algériennes, une enquête a été initiée par le CARE en bénéficiant de l'appui du CIPE (Center For International Private Enterprise). Cette étude présentée par Bouheraoua et Boumati en 2010 a été réalisée sur un échantillon de 201 entreprises, a révélé qu'à l'échelle nationale seules 35 % d'entreprises ont connaissance de l'existence de ce code. Cependant, les dirigeants ont conscience de l'importance des pratiques de bonne gouvernance dans le maintien d'un climat de confiance indispensable pour le développement de leurs entreprises et la stabilité des marchés et de l'environnement des affaires d'une manière générale, mais ces derniers ne maîtrisent pas ce concept, la raison pour laquelle la plupart d'entre eux ont exprimé leur volonté de recevoir des formations en la matière.

Les résultats ont indiqué également que le niveau de la gouvernance d'entreprise en Algérie est faible, pour preuve, la diffusion de l'information et la transparence qui sont des piliers de la gouvernance d'entreprise ne sont pas encore respectées. En outre, l'exercice de la fonction d'audit est marginal et souffre d'une multitude de défaillances. Dans ce sens, l'enquête a signalé que 36 % des entreprises algériennes réalisent uniquement les audits annuels exigés par la réglementation, et plus de 46 % d'entreprises n'effectuent aucune mission d'audit.

L'étude a mis l'accent aussi sur le financement des entreprises qui constitue une problématique majeure en Algérie. La capitalisation insuffisante des entreprises entrave le financement de leurs activités et l'éligibilité aux crédits bancaires. En effet, le secteur bancaire qui constitue la source principale du financement des entreprises déplore une asymétrie entre les comptes de l'entreprise et la réalité due au manque d'information et de transparence. Ceci rend l'accès au crédit bancaire très difficile. L'application des pratiques de bonne gouvernance se présente comme une meilleure solution. Elle favorise le recours au marché financier et offre un accès plus simple au crédit et donc une diminution du coût du capital grâce à son rôle dans la réduction des asymétries informationnelles. À l'issue de cette étude, plusieurs recommandations ont été formulées et qui sont principalement, la mise en place d'une passerelle de collaboration avec le secteur financier, la vulgarisation du concept de gouvernance d'entreprise, la mise en place d'un système incitatif pour l'application du code de gouvernance, l'élaboration d'une charte d'adhésion aux pratiques de gouvernance, le développement d'une démarche conjointe avec les pouvoirs publics et la formation des dirigeants et administrateurs.

Le mois de mars 2014, Hawkama El-Djazair a lancé, en collaboration avec l'Observatoire de Responsabilité Sociale de l'Entreprise (ORSE) la plateforme de la RSE en Algérie (www.rse-algerie.org), un portail algérien de référence en bonnes pratiques de la RSE. Il est vrai que le débat sur la RSE en Algérie est à ses débuts, mais Hawkama El-Djazair est convaincu qu'il pourrait rapidement devenir un instrument de gouvernance essentiel dans le monde de l'entreprise, c'est la raison pour laquelle il s'est engagé dans une telle démarche.

Six ans après sa création, l'institut algérien de gouvernance d'entreprise a obtenu son agrément de la part du ministre de l'Intérieur et des Collectivités locales, ce qui lui permettrait d'étendre son activité et de soutenir la recherche dans le domaine de la gouvernance d'entreprise. Sans trop tarder, Hawkama El-Djazair a signé un protocole d'accord de coopération avec la Société financière internationale (SFI), membre du groupe de la Banque mondiale, pour renforcer la promotion de la gouvernance d'entreprise en Algérie. Ce protocole a donné lieu à un programme élargi de formations des administrateurs d'entreprise.

Malgré tous les efforts fournis par cet institut, ses objectifs escomptés sont loin d'être réalisés. Sa cadence reste très modeste et son impact sur l'amélioration des pratiques de bonne gouvernance est insignifiant faute de moyens humains et financiers mais aussi d'un climat des affaires défavorable. Par conséquent, les signes d'une bonne gouvernance d'entreprise en Algérie restent très faibles. Plusieurs facteurs sont à l'origine de cette situation. Des facteurs exogènes liés à la conjoncture macroéconomique générale, caractérisée par une économie de nature rentière, la bureaucratie, la concurrence déloyale représentée par un marché informel important, un cadre institutionnel et juridique insuffisant et inadapté. D'autres sont endogènes tels que les politiques de l'entreprise non basées sur la performance, les problèmes dans la définitions et répartition des responsabilités, les mécanismes de contrôle interne inefficaces, l'opacité dans les relations avec les parties prenantes, l'information financière mal maîtrisée, les technologies et outils obsolètes. Ce sont alors autant d'éléments pesant sur l'adoption des bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise en Algérie.

Il est vrai que ces facteurs endogènes sont les plus récurrents et les plus en commun, mais il est important de signaler que les problèmes de gouvernance en interne varient d'une entreprise à une autre et sont tributaires d'une multitude de variables telles que le secteur d'activité, la nature de propriété ainsi que la taille de l'entreprise. Afin de mieux cerner les problèmes de gouvernance des entreprises algériennes, il est nécessaire de détailler les problèmes spécifiques à chaque catégorie d'entreprises constituant le tissu économique algérien.

Selon les statistiques du Centre National du Registre du Commerce (2019), le tissu économique national à la fin de 2019 compte 2 059 810 commerçants inscrits au registre du commerce dont 1 856 676 soit 90.1 % personnes physiques, et 203 134 soit 9.9 % personnes morales. Les PME constituent le type d'entreprises le plus dominant en Algérie avec 1 171 945 entreprises, 56 % de ces dernières sont des personnes morales dont 0.02 % Entreprises Publiques Economiques (EPE). Le reste, soit 44 % sont des personnes physiques (Ministère de l'Industrie et des Mines, premier semestre de 2019).

La majorité des PME sont donc privées, généralement à caractère familial, la raison pour laquelle le code algérien de gouvernance d'entreprises a donné une grande importance à ce type d'entreprises, et a mis en exergue les différents problèmes de gouvernance qui y sont rattachés (Tableau 1-2). Il décompose les PME en deux catégories, les PME en difficulté de survie (première génération) et celles en difficulté de croissance (deuxième génération). L'enjeu principal de la gouvernance dans la première catégorie est la pérennité par la survie à court terme et la quête de

redressement quant à la seconde, ce qui compte, c'est la pérennité par la stratégie à long terme et la quête de croissance.

Tableau 1-2: Les problèmes globaux de la gouvernance selon les deux grandes générations de PME

	PME en proie avec des difficultés de survie	PME en phase avec les défis de la croissance
Les relations entre les parties prenantes	Les propriétaires de l'entreprise étant eux-mêmes ses gestionnaires, les deux positions se trouvent souvent confondues et l'opacité qui en résulte s'étend naturellement aux relations avec les tiers.	La différenciation entre propriétaire et gestionnaire est relativement mieux cernée, même si les deux fonctions sont cumulées. La qualité des relations avec les autres parties prenantes en découle.
La véracité des résultats de l'entreprise	La faiblesse des règles de gestion ne permet pas d'établir avec certitude l'exactitude du résultat de l'entreprise.	L'existence de règles de gestion permet de mieux cerner le résultat de l'entreprise, mais la question de la véracité de ce résultat peut se poser.
Les situations de transmission et de succession	Les problèmes de transmission et de succession ne sont pas, en général, anticipés et lorsqu'ils surgissent, l'entreprise se retrouve engluée dans des situations inextricables qui peuvent aller jusqu'à la mettre en péril.	Les problèmes de transmission et de succession sont mieux anticipés mais leur traitement, ne manque pas de perturber le fonctionnement de l'entreprise.
L'articulation stratégie – intérêts de l'entreprise	L'entreprise n'est pas en mesure de se projeter dans le futur. Son intérêt se résume à assurer sa survie au jour le jour.	L'entreprise est en mesure de se doter d'une stratégie, mais l'articulation étroite avec ses intérêts mérite d'être confortée et affinée.

Source : Le code algérien de gouvernance d'entreprises (2009)

Il existe d'autres problèmes spécifiques qui touchent à des degrés différents l'ensemble des PME, et qui sont principalement liés à la manière d'améliorer la relation banque-entreprise, d'attirer les investisseurs externes au noyau initial souvent familial, d'établir une relation de confiance avec l'administration fiscale, de régler les problèmes de succession, et de clarifier les relations entre actionnaires et entre actionnaires et managers non actionnaires ainsi que les responsabilités dans l'équipe exécutive (le code algérien de gouvernance d'entreprises, 2009).

Si la majorité du tissu économique est dominé par le secteur privé notamment les PME familiale, le secteur public occupe une place primordiale notamment dans les activités stratégiques. Plus de la moitié de l'économie formelle algérienne est constituée d'entreprises publiques dirigées par l'entreprise pétrolière et gazière nationale « Sonatrach ». Ces dernières sont présentes dans tous les secteurs de l'économie (U.S. Department of State, 2018) et disposent d'un mode de gouvernance différent de leur homologues privées.

L'entreprise publique algérienne a subi plusieurs mutations structurelles depuis l'indépendance, mais la réforme de 1988 portant sur l'autonomie des entreprises publiques reste la plus marquante dans l'histoire de ce genre d'entreprises à travers la distinction entre les deux pouvoirs de l'État, le pouvoir de décision et celui de gestion. Il s'agit donc de dissocier les entreprises publiques de leur tutelle administrative (les ministères sectoriels). De surcroît, les entreprises publiques sont désormais soumises au droit commercial (article 3 de la loi n°88-01). Elles ont été regroupées par nature du métier en fonds de participations remplacés en 1996 par les holdings publics pour être substitués en 2001 par les sociétés de gestion des participations (Andreff, 2009). L'année 2014 a connu une nouvelle réorganisation du secteur public marchand industriel en remplaçant les sociétés de gestion des participations (SGP) par des groupes industriels sur la base des synergies et du potentiel de déploiement sur les marchés (Tabani, 2016). Ces réorganisations visaient à donner plus d'autonomie aux entreprises publiques, à mieux les asseoir dans leurs démarches de privatisation et à promouvoir l'investissement, notamment étranger. Toutefois, ces restructurations n'ont touché que la forme. Aucun changement dans les modes de gestions ou dans leurs structures de propriété n'a été constaté (Oukaci & Mahmoudia, 2017).

En se basant sur la théorie de l'agence (Jensen & Meckling, 1976), qui est une référence en matière de la gouvernance d'entreprise, la relation d'agence dans l'entreprise publique économique (EPE) se forme entre l'État (le principal) qui constitue le propriétaire unique et qui est représenté par le Conseil de participations de l'État (CPE) et les dirigeants des EPE (l'agent). Cependant, cette délégation du pouvoir n'est pas directe, et passe par un niveau intermédiaire qui est les sociétés de gestion des participations (les holdings auparavant). Cette organisation à trois

échelons entraîne la multiplication des parties prenantes, et donc des relations d'agence. Une telle situation rend le circuit décisionnel très complexe et amplifie les conflits d'intérêts et les asymétries informationnelles qui sont susceptibles de générer des coûts d'agence et qui peuvent même conduire à une destruction de la valeur. Mostefaoui et Pluchart (2011), sur une base humoriste compare l'état des dirigeants des EPE dans ce cas de pluralité des intervenants à celui d'un conducteur automobile qui se retrouve face à un feu vert et un autre rouge qui s'allument concomitamment.

Par ailleurs, les EPE souffrent de sérieux problèmes de gouvernance, d'abord, elles se caractérisent par un double objectif économique et social. Ceci impacte négativement leurs performances qui ne reposent pas sur des critères purement économiques, mais aussi sur des critères sociaux et politiques. Ces niveaux de performance dégradés impliquent une intervention de l'État dans le financement de ces entreprises qui répond à son tour aussi à une logique politique qu'économique. De plus, les EPE sont soumises à un cadre légal strict couvrant leur mode de fonctionnement. Ce cadre règlementaire prime sur toute autre modalité de gestion. Par conséquent, leur gestion passe par une régulation des échanges avec leur environnement et non pas sur la base d'une gestion stratégique (Oukaci & Mahmoudia, 2017). La transparence dans ces entreprises reste problématique. En se référant à la loi, les commissaires aux comptes jouent un rôle important dans la transparence de l'information et la sauvegarde de l'intérêt général. Ils sont chargés de la certification de la régularité, la sincérité, et la fidélité des comptes annuels des entreprises (article 23 de la loi n° 10-01, Relative aux professions d'expert-comptable, de commissaire aux comptes et de comptable agréé). Cependant, Il s'avère qu'ils évitent d'approfondir dans leurs démarches de contrôle même si les dispositions du code de commerce leur imposent de saisir la justice en cas d'existence d'une malversation confirmée. Cela est dû à la crainte de ces derniers des rapports de force régnant dans ce genre d'entreprise (Boutaleb, 2008).

Quant au conseil d'administration, mécanisme clé de la gouvernance d'entreprise, Aziez et Koudri (2015) ont dénoté qu'au sein des EPE, il constitue « *une structure formelle dépourvue de réelles prérogatives que la loi lui reconnaît* ». Cela est dû à l'homogénéité de sa composition, d'où la nécessité de son ouverture à des compétences externes afin d'améliorer son efficacité. En outre, les décisions stratégiques ne relèvent pas de sa compétence. Elles sont soumises à une approbation de la part des pouvoirs publics. Celle-ci est mentionnée dans les statuts sous l'expression "*sous réserve des autorisations administratives nécessaires*" (Amira & Bacha, 2019).

Face à cette défaillance totale dans le système de gouvernance des entreprises publiques, il est primordial de se référer aux principes de l'OCDE pour plus de transparence et une meilleure

définition des responsabilités. Réduire le périmètre de l'État actionnaire dans la gestion des EPE et relancer le marché boursier notamment pour financer les plans de développement des EPE sont aussi des éléments impératifs pour améliorer la gouvernance de ces entreprises nécessaire pour le renforcement de l'attractivité de l'économie nationale à travers l'assurance de la confiance des marchés et des partenaires à l'échelle nationale et internationale.

En somme, la question de la gouvernance d'entreprise en Algérie est très particulière. En effet, le contexte algérien est très différent du contexte anglo-saxon dans lequel est née la gouvernance d'entreprise. Les fonds de pension qui constituent la pierre angulaire de la gouvernance d'entreprise anglo-saxonne n'existent pas en Algérie. Le marché financier, principal mécanisme de gouvernance est pratiquement inerte. La problématique de l'État actionnaire et la masse du marché informel sont aussi des spécificités du contexte algérien qui rendent difficile la définition du modèle de gouvernance de l'entreprise algérienne (Amghar & Boukrif, 2016). Certes, le modèle algérien s'écarte largement du modèle anglo-saxon, mais il présente deux caractéristiques importantes semblables à celles existantes dans le modèle germano-nippon et qui sont la concentration de la propriété soit entre les mains de l'État, actionnaire unique ou entre les mains des familles qui dominant le tissu économique algérien. La seconde est la forte contribution du système bancaire dans le financement de l'économie nationale. La présence de ces deux points de similitude ne suffit pas pour affirmer que la gouvernance de l'entreprise algérienne s'insère dans le cadre germano-nippon, une analyse approfondie dans ce sens doit être établie afin de détecter les convergences et les divergences entre ce modèle et les caractéristiques du contexte algérien.

Pour conclure, la quasi-totalité des études qui ont traité la thématique de la gouvernance de l'entreprise algérienne ont confirmé l'importance du retard cumulé en la matière. Les initiatives prises pour le renforcement de la gouvernance restent insignifiantes en termes d'impact. Il est urgent de mettre en place une politique gouvernementale consacrée à l'amélioration active de la gouvernance nationale. Cette dernière permettra de rattraper précipitamment ces retards. En effet, ce n'est une affaire de ressources financières à mobiliser mais plutôt de compétences qui sont relativement faciles à réunir.

1.2.3 Cadre juridique et institutionnel de la gouvernance d'entreprise en Algérie

Le droit constitue un des piliers de la gouvernance d'entreprise, d'ailleurs l'OCDE (2017) a affirmé dans son document : « Principes de gouvernance d'entreprise du G20 et de l'OCDE » que l'instauration d'un cadre juridique, réglementaire et institutionnel approprié et efficace est une condition nécessaire pour établir un régime de gouvernement d'entreprise efficace. La mise en

place d'un tel système permet d'assurer l'harmonisation des échanges sur le marché (Dionne-Proulx & Larochelle, 2010), et ce, en mettant à la disposition des différents intervenants un ensemble de lois, de réglementations, de mécanismes disciplinaires qui les protègent lors de l'établissement des contrats entre eux.

En Algérie, le cadre juridique lié aux entreprises est composé principalement du code de commerce qui regroupe un ensemble de lois et de règles relevant du droit commercial et d'un ensemble de lois et d'ordonnances publiées pour compléter les dispositions de ce code en matière de l'entreprises publique qui présente certaines particularités. Largement inspiré du code de commerce français, le code de commerce algérien date de 1975¹ et a fait l'objet de modifications partielles en 1988, 1993, 1996, 2005 et en 2015². Il comporte 5 livres avec un nombre total de 842 articles dont 298 composent le livre 5 relatif aux sociétés commerciales. Ce livre est en quelque sorte un code complet dédié aux sociétés. Il contient les règles de fonctionnement des diverses sociétés commerciales mais aussi les dispositions pénales en la matière. Néanmoins, ce code a subi de fortes critiques de la part des praticiens et des chefs d'entreprises en raison des insuffisances qu'il recèle et son incohérence avec les exigences de l'économie actuelles notamment à cause de la complexité de la création des sociétés par action, la non-intégration du régime de la micro-entreprise et autres. Le Forum des chefs d'entreprise (FCE) est parti plus loin et a recommandé dans son étude intitulée « la refonte du droit des affaires pour l'amélioration du climat des affaires en Algérie », réalisée par Akroune en 2015, une refonte globale du code de commerce. Cette étude a révélé les déficiences du code et l'a qualifié par un formalisme, lourd et coûteux, et inapproprié à l'esprit entrepreneurial. Dans le même sillage, le président de la République « Taboune » a annoncé dans une allocution lors du séminaire international des avocats sur la protection juridique et judiciaire de l'investissement l'an 2020 un projet de révision du code de commerce qui vise à

¹ Ordonnance n°75-59 du 20 ramadhan 1395 correspondant au 26 septembre 1975 portant code de commerce (JO n°101 du 19 Décembre 1975, P1074).

² Les modifications sont apportées par les textes suivants :

- Loi n°88-04 du 12 janvier 1988 modifiant et complétant l'ordonnance n°75-59 du 20 ramadhan 1395 correspondant au 26 septembre 1975 portant code de commerce et fixant les règles particulières applicables aux entreprises publiques économiques (JO n°02 du 13 Janvier 1988, P29).
- Décret législatif n°93-08 du 25 avril 1993 modifiant et complétant l'ordonnance n°75-59 du 20 ramadhan 1395 correspondant au 26 septembre 1975 portant code de commerce (JO n°27 du 27 Avril 1993, P3)
- Décret exécutif n°95-438 du Aouel Chaâbane 1416 correspondant au 23 décembre 1995 portant application des dispositions du code de commerce relatives aux sociétés par actions et aux groupements (JO n°80 du 24 décembre 1995, P3)
- Ordonnance n°96-27 du 28 Rajab 1417 correspondant au 09 décembre 1996 modifiant et complétant l'ordonnance n°75-59 du 20 ramadhan 1395 correspondant au 26 septembre 1975 portant code de commerce (JO n°77 du 11 Décembre 1996, P4)
- Loi n°05-02 du 27 Dhou El Hidja 1425 correspondant au 6 février 2005 modifiant et complétant l'ordonnance n°75-59 du 26 septembre 1975 portant code de commerce (JO n°11 du 09 Février 2005, P7)
- Loi n° 15-20 du 30 décembre 2015 modifiant et complétant l'ordonnance n° 75-59 du 26 septembre 1975 portant Code de commerce.

simplifier les conditions de création des entreprises, à introduire un système de prévention pour sauver les entreprises en difficulté et renforcer les juridictions statuant en matière commerciale. Cette décision intervient dans le cadre de l'instauration d'un climat attractif et favorable aux affaires mais aussi pour accorder à la justice de plus larges prérogatives dans le domaine économique (Belkacemi, 2020).

Conformément au code de commerce, toute entreprise est tenue de s'immatriculer et de publier ses actes constitutifs et modificatifs au niveau du centre national du registre de commerce (article 548 et 549). Elle doit également préciser dans les statuts sa forme, sa dénomination sociale, son siège social, son objet social, le montant de son capital social ainsi que sa durée d'existence qui ne peut excéder 99 ans (article 546).

Il existe en Algérie plusieurs formes juridiques de sociétés, à savoir la société en nom collectif (SNC), la société en commandité simple (SCS), la société en commandité par actions (SCA), l'entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée (EURL), la société à responsabilité limitée (SARL), la société par actions (SPA) et le groupement. Les SARL et les EURL sont les formes les plus répandues (52.11 % et 35.64 % respectivement), elles sont majoritairement des PME familiales. Quant aux SPA, elles ne représentent que 5.70 % (CNRC, 2019) et couvrent généralement les entreprises publiques et certaines grandes entreprises privées, tandis que les sociétés en commandité sont en voie de disparition compte tenu de la complexité de leur fonctionnement.

Notre étude porte sur l'analyse du conseil d'administration. Nous nous concentrons donc sur les sociétés par actions, car ces dernières doivent être administrées par un conseil d'administration (ou alternativement par un directoire contrôlé par un conseil de surveillance), contrairement aux autres formes juridiques qui ne sont pas concernées par cette exigence du code de commerce.

La société par actions, est généralement destinée aux grandes entreprises. Elle exige un capital social de 5 000 000 de dinars algériens en cas d'appel public à l'épargne et de 1 000 000 de dinars dans le cas contraire (article 594). Ce capital est divisé en actions qui devrait être détenues par sept actionnaires au minimum. La responsabilité de ces derniers sur les dettes de l'entreprise est à concurrence de leurs apports (article 592). Dans le cas où la société a été créée sous une forme différente (la SARL par exemple) et qu'elle souhaite faire une expansion de son activité, de son capital, ou une fusion acquisition d'une façon qu'elle ne répond plus aux conditions fixées pour sa forme actuelle telles que le nombre maximal d'associés autorisé, elle sera dans l'obligation légale de procéder à la transformation de sa forme juridique en SPA. Pour éviter ces

transformations, le législateur a procédé en 2015 à une modification de l'article 590 du code de commerce en augmentant le nombre des associés de la SARL à 50 associés au lieu de 20 auparavant.

La société par actions dispose de deux modalités de gestion, soit la forme classique en étant administrée par un conseil d'administration ou la forme non classique introduite depuis 1993 et qui consiste à confier la gestion à un directoire contrôlé par un conseil de surveillance. Une telle décision relève de la compétence de l'assemblée générale extraordinaire (article 642). La structure dualiste du conseil de surveillance et du directoire peut constituer un bon mécanisme de gouvernance d'entreprise mais peu utilisé et cela est dû à la lourdeur du système et à son formalisme excessif.

En ce qui concerne le contrôle des SPA (les SARL réalisant un chiffre d'affaires annuel supérieur à 10 000 000 DA sont aussi concernées) ont l'obligation de désigner un commissaire aux comptes afin de certifier les comptes de la société. Nommé par l'assemblée générale parmi les professionnels inscrits au tableau de l'ordre national, le commissaire aux comptes dispose d'un mandat de trois ans renouvelable une seule fois. Sa mission consiste à vérifier la régularité et la sincérité des comptes sociaux. Il vérifie également la sincérité des informations données dans le rapport du conseil d'administration ou du directoire, selon le cas, et dans les documents adressés aux actionnaires, sur la situation financière et les comptes de la société. Dans le cadre de sa mission d'audit légal des comptes, il rédige un rapport à l'assemblée générale ordinaire annuelle dans lequel il souligne les éventuelles irrégularités ou inexactitudes (article 715 bis 4 et 5). Cette disposition ne concerne pas uniquement les SPA du secteur privé, les entreprises publiques économiques sont aussi soumises aux contrôles externes prévus par la loi au titre des attributions dévolues aux commissaires aux comptes, à la cour des comptes et à l'inspection générale des finances (article 2 du décret présidentiel n° 13-03 du 13 janvier 2013, qui a modifié et complété le décret présidentiel n° 10-236 du 7 octobre 2010, portant réglementation des marchés publics).

Nous présentons ci-après les dispositions légales relatives à la société par actions en matière de la gouvernance d'entreprise.

1.2.3.1 Les droits des actionnaires et modalités d'exercice

L'actionnaire est une personne physique ou morale qui possède des actions dans le capital d'une société et qui, en contrepartie de son apport, reçoit des droits sociaux. Sur le plan juridique, l'actionnaire et la société sont liés par un contrat d'apport à caractère onéreux et translatif de droits, selon lequel l'actionnaire est censé apporter un financement à la société qui s'engage à son tour de

lui attribuer des droits sociaux d'une façon proportionnelle. Ces droits sont classés sous trois types : droit financier, politique et patrimonial.

Le droit financier consiste à verser aux actionnaires des dividendes en cas de distribution du bénéfice réalisé par la société (article 715 bis 42). Les modalités de mise en paiement des dividendes sont fixées par l'assemblée générale ou par le conseil d'administration ou les gérants, selon le cas. Cette mise en paiement doit être effectuée dans un délai maximal de neuf mois après la clôture de l'exercice. Ce délai ne peut être prolongé que par décision de justice (article 727). En cas de liquidation de l'entreprise, les actionnaires ont droit au boni de liquidation qui doit être réparti proportionnellement à leur apports (article 715 bis 43).

Le droit politique regroupe essentiellement le droit de vote ainsi que le droit à l'information qui permettent aux actionnaires de participer à la gestion de la société. Il leur confère le droit d'assister aux assemblées générales, d'élire ou d'émettre les organes de gestion et d'adopter ou de modifier en tout ou partie les contrats de la société et ses statuts proportionnellement au droit de vote qu'ils détiennent statutairement ou en vertu de la loi (article 715 bis 42). En effet, le droit de vote attaché aux actions de capital ou de jouissance est proportionnel à la quotité de capital qu'elles représentent et chaque action donne droit à une voix au moins (article 684). Cependant, les statuts peuvent limiter le nombre de voix dont chaque actionnaire dispose dans les assemblées, sous la condition que cette limitation soit imposée à toutes les actions sans distinction de catégories (article 685).

Les actionnaires exercent leur droit de vote en assemblée. Dans le cas de création de la société avec un appel public à l'épargne, les fondateurs convoquent les souscripteurs en assemblée générale constitutive, et ce, après la déclaration de souscriptions et de versements. Cette assemblée constate que le capital est entièrement souscrit et que les actions sont libérées du montant exigible. Elle se prononce sur l'adoption des statuts qui ne peuvent être modifiés qu'à l'unanimité de tous les souscripteurs, nomme les premiers administrateurs ou membres du conseil de surveillance, désigne un ou plusieurs commissaires aux comptes. Le procès-verbal de la séance de l'assemblée constate, s'il y a lieu, l'acceptation de leurs fonctions par les administrateurs ou membres du conseil de surveillance et par les commissaires aux comptes (article 600). Chaque souscripteur dispose d'un nombre de voix égal à celui des actions qu'il a souscrites, sans que ce nombre puisse excéder 5 % du nombre total des actions. Le mandataire d'un souscripteur dispose des voix de son mandat dans les mêmes conditions et la même limite. Lorsque l'assemblée délibère sur l'approbation d'un apport en nature, les actions de l'apporteur ne sont pas prises en compte pour le calcul de la majorité (article 603). Il est important de souligner que les actions ordinaires

nominatives peuvent être divisées en deux catégories, la première dispose d'un droit de vote supérieur au nombre d'actions qu'elle détient et la seconde a un privilège à la souscription en priorité de nouvelles actions ou obligations. Cette décision revient à l'assemblée générale constitutive (article 715 bis 44) qui délibère aux conditions de quorum et de majorité prévues pour les assemblées extraordinaires (article 602). L'assemblée générale extraordinaire s'occupe de la modification des statuts dans toutes leurs dispositions. Elle ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins, sur première convocation, la moitié et, sur deuxième convocation, le quart des actions ayant le droit de vote. À défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être repoussée à une date postérieure de deux mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée, le quorum exigible étant toujours le quart. Elle statue à la majorité des deux tiers des voix exprimées, dans le cas où il est procédé à un scrutin, il n'est pas tenu compte des bulletins blancs (article 674). Toutes les décisions autres que celles prises par l'assemblée générale extraordinaire relèvent de la compétence de l'assemblée générale ordinaire qui se réunit au moins une fois par an, dans les six mois de la clôture de l'exercice (article 676). Cette dernière ne délibère valablement sur première convocation que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins le quart des actions ayant le droit de vote. Sur deuxième convocation, aucun quorum n'est requis. Elle statue à la majorité des voix exprimées, dans le cas où il est procédé à un scrutin, il n'est pas tenu compte des bulletins blancs (article 675). En cas de démembrement d'actions, le droit de vote attaché à l'action appartient à l'usufruitier dans les assemblées générales ordinaires et au nu-proprétaire dans les assemblées générales extraordinaires. Par ailleurs, les copropriétaires d'actions indivises sont représentés aux assemblées générales par l'un d'eux ou par un mandataire unique (article 679).

Les actionnaires jouissent également d'un droit à l'information qui leur permet d'exercer leur droit de vote convenablement. Selon l'article 677 du code de commerce, trente jours avant la tenue de l'assemblée générale, le conseil d'administration ou le directoire doit adresser ou mettre à la disposition des actionnaires les documents nécessaires pour permettre à ceux-ci de se prononcer en connaissance de cause et de porter un jugement informé sur la gestion et la marche des affaires de la société. Ces documents doivent contenir des informations sur les administrateurs et les directeurs généraux, mais aussi sur les personnes révoquées et candidates si l'ordre du jour comporte la nomination ou la révocation d'administrateurs ou de membres du conseil de surveillance ou du directoire. La nature des informations concernant ces personnes est bien détaillée dans l'article 678 du code de commerce. La communication adressée aux actionnaires doit comprendre également le texte des projets de résolution présenté par le conseil d'administration ou le directoire, le texte et l'exposé des motifs des projets de résolution présentés

par les actionnaires, et le rapport du conseil d'administration ou du directoire qui sera présenté à l'assemblée. S'il s'agit d'une assemblée générale extraordinaire, le rapport des commissaires aux comptes qui sera présenté à l'assemblée doit être transmis aux actionnaires (article 678). Dans le cas d'assemblée générale ordinaire, 15 jours avant sa tenue, les actionnaires doivent recevoir le tableau de comptes des résultats, les documents de synthèse, le bilan et les rapports des commissaires aux comptes qui seront soumis à l'assemblée notamment son rapport spécial faisant apparaître les résultats de la société au cours de chacun des cinq derniers exercices ou de chacun des exercices clos depuis la constitution de la société ou l'absorption par celle-ci, d'une autre société si leur nombre est inférieur à cinq ainsi que le montant global, certifié exact par les commissaires aux comptes, des rémunérations versées aux cinq personnes les mieux rémunérées (article 680). Le droit à la communication de ces documents appartient également à chacun des copropriétaires d'actions indivises, au nu-propriétaire et à l'usufruitier d'actions (article 682).

En ce qui concerne les droits patrimoniaux, l'actionnaire étant propriétaire de ses actions qui sont négociables (article 715 bis 40), il est libre d'en disposer comme il le désire. Il a le droit de les céder, nantir toute en respectant les dispositions légales en la matière. Sauf en cas de succession, ou de cession, soit à un conjoint, soit à un ascendant ou à un descendant, la cession d'actions de forme nominative à un tiers, à quelque titre que ce soit, peut être soumise à l'agrément de la société par une clause des statuts et ce, quel que soit le mode de transmission (article 715 bis 55). En cas de fixation d'une clause d'agrément dans les statuts, une demande d'agrément est notifiée par l'actionnaire à la société par voix recommandée avec demande d'avis de réception. Cette demande doit indiquer les nom, prénom et adresse du cessionnaire, le nombre des actions dont la cession est envisagée et le prix offert. L'agrément résulte d'une notification de l'acceptation de la demande ou à défaut de cette dernière, du silence gardé durant un délai de deux mois à compter de la demande (article 715 bis 56). En cas de notification de refus, les organes habilités de la société sont tenus, dans un délai de deux mois à compter de la notification du refus, de faire acquérir les actions soit par l'actionnaire soit par un tiers, soit avec le consentement du cédant, par la société en vue d'une réduction du capital (article 715 bis 57). Les droits patrimoniaux octroient alors des privilèges aux actionnaires tels que l'interdiction d'exclusion pour l'actionnaire, l'interdiction d'augmenter unilatéralement les engagements des actionnaires, et la liberté de retrait pour chacun des actionnaires. Les actionnaires disposent également d'un droit préférentiel de souscription¹ proportionnel au montant de leurs actions en cas d'augmentation du capital par émission des actions en numéraire. Ils peuvent renoncer à titre individuel à ce droit. Pendant la

¹ Le droit préférentiel de souscription signifie que chaque actionnaire a le droit de souscrire de manière prioritaire à de nouvelles actions en numéraire émises lors des augmentations de capital.

durée de la souscription, ce droit est négociable lorsque le titre est détaché des actions elles-mêmes négociables. Dans le cas contraire, il est cessible dans les mêmes conditions que l'action elle-même (article 694). Cependant, l'assemblée générale qui décide l'augmentation de capital peut supprimer ce droit préférentiel. Elle statue à cet effet, sur le rapport du conseil d'administration, ou du directoire, selon le cas, et sur celui des commissaires aux comptes (article 697).

1.2.3.2 Le conseil d'administration

Le conseil d'administration est le représentant élu des actionnaires et l'organe chargé de diriger une société par action. Quelles que soient sa composition ou ses modalités de fonctionnement, il reste un élément clé de la gouvernance d'entreprise. Du point de vue légal, le conseil d'administration est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la société, il les exerce dans la limite de l'objet social et sous réserve de ceux expressément attribués par la loi aux assemblées d'actionnaires (article 622). Globalement, le conseil d'administration assure quatre principales missions à savoir : la définition de la stratégie de l'entreprise, la désignation des mandataires sociaux chargés de la gestion de l'entreprise et le choix du mode d'organisation, le contrôle de la gestion ainsi que la vérification de la qualité de l'information transmise aux actionnaires et aux marchés (Ministère de l'Industrie, de la Petite et Moyenne Entreprise et de la Promotion et de l'Investissement : MIPMEPI, 2013).

La structure, la composition ainsi que les caractéristiques du conseil d'administration sont fixées par le code de commerce. Conformément à ce code, la taille du conseil d'administration doit être fixée par les actionnaires dans les statuts à condition d'être comprise entre trois et douze membres¹(article 610). Ces membres sont élus par l'assemblée générale constitutive ou ordinaire pour un mandat bien défini dans les statuts sans pouvoir dépasser six ans (article 611). Ces derniers sont rééligibles et révocables à tout moment par l'assemblée générale ordinaire (article 613). Parmi ces administrateurs, le conseil d'administration élit un président pour une durée qui ne peut excéder celle de son mandat d'administrateur. Ce président est également rééligible et révocables à tout moment (articles 635, 636). Les administrateurs doivent collectivement détenir au minimum, un nombre d'actions correspondant à 20 % du capital social, et individuellement un nombre minimum « actions de garantie » fixé par les actionnaires dans les statuts. Ces actions inaliénables servent comme une garantie de leurs actes de gestion à l'égard des tiers (article 619). Il est important de signaler que l'administrateur peut être une personne physique dont l'appartenance simultanée est

¹ Ce seuil ne peut être dépassé que dans le cas d'une fusion où la taille du conseil est égale au nombre total des administrateurs en fonction depuis plus de six mois sans pouvoir dépasser vingt-quatre. Aucune nomination, ni remplacement des administrateurs décédés ou limogés n'est permis jusqu'à ce que la taille revienne au nombre maximal de douze membres.

limitée à cinq conseils d'administration de société par actions siégeant en Algérie, ou une personne morale pour laquelle il est exigé de désigner un représentant permanent (article 612). Ce dernier n'est pas tenu d'être actionnaire ou de détenir un minimum statutaire, cette condition incombant à la personne morale. Après sa nomination, un administrateur ne peut être un salarié au sein de l'entreprise (article 616). Cependant, un salarié peut devenir un administrateur sous condition de détenir un contrat de travail ayant une antériorité démontrable supérieure à un an, dans ce cas, son contrat subsiste en vigueur et peut être poursuivi complémentirement à sa fonction (article 615).

Le code de commerce précise certaines qualités de l'administrateur telles que la discrétion à l'égard des informations à caractère confidentiel (article 627) et l'évitement de tout conflit entre ses intérêts moraux et matériels et ceux de la société, et ce, en soumettant toute convention entre l'administrateur et la société à une autorisation du conseil¹, et en interdisant aux administrateurs de contracter des emprunts auprès de la société, de se faire consentir par elle, un découvert en compte courant ou autrement, ainsi que de faire cautionner ou avaliser par elle, leurs engagements envers des tiers (article 628). Quant à l'indépendance, le code de commerce n'inclut pas une définition explicite de l'administrateur indépendant, mais l'interdiction à ce dernier de se voir consentir un contrat de travail par la société, postérieurement à sa nomination (article 616) vise à préserver l'indépendance de son jugement, de sa décision et de ses actions.

Les décisions au sein du conseil d'administration se prennent à la majorité absolue des votes exprimés par les membres présents, à moins que les statuts n'exigent une majorité plus forte. Chaque administrateur dispose en principe d'une seule voix. En cas de partage égalitaire des votes, la voix du président de séance (qui, peut ne pas être le président du conseil) est prépondérante sauf clause contraire des statuts (articles 626). Il est important d'indiquer que les délibérations du conseil d'administration sont conditionnées par la présence d'au moins la moitié de ses membres.

En ce qui concerne la rémunération des administrateurs, sa détermination relève de la compétence de l'assemblée générale des actionnaires, tandis que les modalités de sa distribution reviennent au conseil d'administration. Les administrateurs perçoivent pour les sessions du conseil auxquelles ils participent une somme fixe annuelle à titre de jetons de présence dont le montant est porté aux charges d'exploitation (article 632). Le guide de l'administrateur du MIPMEPI publié en 2013 a indiqué qu'à la même période la valeur du jeton de présence des sociétés publiques varie entre 10 000 et 30 000 dinars algériens, ce qui est très insuffisant, la raison pour laquelle le guide

¹ Les conventions entre une société et une autre entreprise, si l'un des administrateurs de la société est propriétaire associé ou non, gérant, administrateur ou directeur de l'entreprise doivent être déclarées au conseil d'administration par l'administrateur qui se trouve dans un tel cas.

a recommandé sa hausse afin de motiver les administrateurs et d'améliorer leur intéressement aux travaux du conseil comme le suggèrent les pratiques de bonne gouvernance. Les administrateurs peuvent percevoir de surcroît des tantièmes qui ne doivent pas dépasser le dixième du bénéfice distribuable après déduction des réserves constituées en exécution d'une délibération de l'assemblée générale et des sommes reportées à nouveau (article 728). Le conseil d'administration peut attribuer des rémunérations exceptionnelles pour les missions ou mandats confiés à des administrateurs (article 633) ainsi que des remboursements des frais de voyage et de déplacement et des dépenses engagées par les administrateurs dans l'intérêt de la société (article 634). Aucun autre type de rémunération de la part de la société (permanent ou non) ne peut être alloué aux administrateurs (article 631).

Quant aux comités spécialisés du conseil d'administration, aucun texte législatif ou réglementaire n'impose leur mise en place à l'exception du Règlement de la Banque d'Algérie n°11-08 du 28 novembre 2011 relatif au contrôle interne des banques et établissements financiers qui définit et accorde une attention particulière au comité d'audit. Le code de gouvernance algérien comme la majorité des codes de gouvernance internationaux (le code Afep-Medef, le code MiddleNext, le code de gouvernance britannique) a mis l'accent sur ces comités qui ont pour objectif d'assister le conseil d'administration dans sa prise de décisions. Il précise que la décision de leur instauration revient au conseil d'administration qui détermine selon le besoin ceux à créer (comité d'audit, de stratégie, de nomination, de rémunération...). De tels comités sont chargés de préparer et de faciliter le travail du conseil et d'émettre des avis, et ne sauraient en aucune manière se substituer à ce dernier ou de porter atteinte à sa collégialité.

1.2.3.3 La transparence et la diffusion de l'information

La diffusion de l'information ne fait pas vraiment partie de la culture de l'entreprise algérienne. Seules les informations d'ordre légal ou contractuel sont publiées. Sur le plan légal, toute personne physique ou morale est tenue de publier tous les renseignements à caractère officiel utile à l'adresse des opérateurs économiques et des tiers. Cette obligation a été indiquée dans plusieurs textes législatifs et réglementaires : le code de commerce (article 717), la loi n°04-08 du 14 août 2004, relative aux conditions d'exercice des activités commerciales, l'ordonnance 03-11 du 26 août 2003 relative à la monnaie et au crédit (concernant les banques et les établissements financiers) et le décret exécutif n°92-70 du 18 février 1992, relatif au bulletin officiel des annonces légales (article 3).

Les entreprises commerciales ont donc l'obligation de publier annuellement leurs comptes sociaux (actif, passif, compte de résultats) au bulletin officiel des annonces légales (BOAL), créé

depuis 1965, et ce, dans le mois qui suit leur adoption par l'assemblée générale. Celles qui sont cotées sont tenues, en plus, de publier semestriellement leurs états financiers et toutes autres informations pouvant avoir un impact matériel sur la valorisation de la société. Le défaut de publicité au BOAL est sanctionné par une amende allant de 30 000 à 300 000 dinars algériens (loi n° 04-08 relative aux conditions d'exercice des activités commerciales, article 35).

Les entreprises sont également amenées à publier des informations à l'attention de leurs parties prenantes (institutions financières, fournisseurs, clients, employés, organes associatifs), dans le cadre d'obligations contractuelles ou par souci de transparence volontaire. Le code de gouvernance algérien recommande aux entreprises de définir une politique claire de diffusion et de publication de l'information, cohérente avec les obligations légales, contractuelles, et avec la politique de relation avec les parties prenantes adoptée. Une telle politique doit préciser les informations confidentielles, à diffusion restreinte ou publique. Elle doit également fixer le calendrier des diffusions et les supports à utiliser dans chaque cas. Néanmoins, la publication volontaire destinée au grand public via un site internet ou autres moyens de communication reste très rare en Algérie.

Chapitre 2 : La structure du capital au cœur de la gouvernance d'entreprise

«And make sure that capital structure we have in place is the right capital structure. I think that's the reason that we've been successful »

Henry Kravis

Depuis plusieurs décennies, la structure du capital a constitué le thème principal de la finance d'entreprise. C'est ainsi que des théories sur le choix de la structure du capital ont été développées. Bien que la structure du capital soit parmi les sujets les plus étudiés dans la littérature financière, la question de la décision de financement ne cesse d'attirer l'attention des travaux théoriques et empiriques en raison d'une absence de consensus quant à sa relation avec la gouvernance de l'entreprise de même qu'à son impact sur la performance financière.

L'objectif de ce chapitre est de présenter le cadre théorique de la structure du capital ainsi que l'environnement financier de notre contexte de recherche. Ce chapitre constitue une base pour la formulation des hypothèses de recherche concernant la structure du capital et sa relation avec la performance financière qui seront développées dans le prochain chapitre. Dans une première section, nous faisons un survol de la littérature sur la structure du capital qui au début des recherches, n'avait aucun impact sur la performance des entreprises comme le suggèrent Modigliani et Miller (1958). Avec la levée progressive des hypothèses du marché parfait, un concept de la structure de capital optimale a émergé avec la proposition de la théorie du compromis qui intègre l'effet de l'impôt sur les sociétés et la détresse financière ainsi que la théorie de l'agence qui met l'accent sur les problèmes d'agence. D'autre part, l'intégration des asymétries d'information a conduit également à l'apparition de la théorie de signalisation et celle du financement hiérarchique qui ne reconnaissent pas l'existence d'une structure optimale et proposent d'autres explications quant au choix de la structure du capital. De nombreuses études empiriques ont été menées pour analyser cette relation, mais ces dernières ont abouti à des conclusions divergentes. Nous présentons les résultats de certaines études dans la fin de cette section.

La seconde section de ce chapitre est consacrée à la présentation des caractéristiques de l'environnement financier du contexte algérien, notamment le marché boursier et l'état et l'évolution du système bancaire, ce qui peut apporter des explications sur le choix de la structure du capital dans les entreprises algériennes.

2.1 La structure du capital dans les théories financières

L'objectif de cette section est d'exposer les différentes théories financières afin de mettre en exergue le rôle disciplinaire de la structure du capital dans l'atténuation des conflits d'intérêts, et son impact sur la valeur de la firme. Il s'agit de visualiser les apports des théories existantes et leurs capacités à justifier la politique de financement. Certes, il n'existe pas une théorie universelle déterminant la structure du capital. L'analyse de cette dernière comporte, alors une grande variété de théories, ce qui peut être expliqué par la diversité des conditions économiques et les spécificités financières des firmes dans différents contextes, et même l'époque de la recherche, vu l'évolution permanente de la finance d'entreprise. Ceci justifie également les divergences dans les conclusions des études empiriques réalisées à l'échelle internationale que nous exposons dans la seconde partie de cette section.

2.1.1 Évolution de la pensée financière en matière de l'explication de la structure du capital

Il est toujours délicat de recenser toutes les approches qui ont contribué au développement de la pensée financière en matière de l'analyse de la structure du capital. Néanmoins, nous distinguons certaines théories qui nous semblent éminentes. Nous présentons d'abord la réalité financière dans le cadre néoclassique qui a fait l'objet d'une série de critiques et des remises en cause de ses postulats d'homogénéité des entreprises et de convergence des intérêts. Ces réflexions ont donné une nouvelle tournure au débat de l'optimisation de la structure du capital axé sur l'hétérogénéité des intérêts des divers acteurs de l'entreprise et l'asymétrie informationnelle source principale des conflits qui peuvent surgir dans le cadre de la gouvernance d'entreprise. Dans ce cadre nous exposons la théorie de l'agence, la théorie contractuelle la plus dominante du courant institutionnel moderne, qui considère la firme comme un nœud de contrats et met l'accent sur un système de contrôle et d'incitation. Nous abordons également d'autres théories qui placent la structure du capital au cœur de l'analyse telles que la théorie du compromis (TOT), la théorie du signal et la théorie hiérarchique de financement (POT).

2.1.1.1 La neutralité de la structure du capital dans la théorie néoclassique

Dans la conception néoclassique, l'entreprise était assimilée à une boîte noire, et le marché financier était considéré comme parfait, alors, il est tout à fait logique et normal que la recherche d'une structure du capital optimale perd toute pertinence. La raison pour laquelle la neutralité de la structure du capital a constitué un des cinq principaux piliers, de la théorie néoclassique (Miller, 2000). L'étude pionnière de cette dernière remonte à Modigliani et Miller (1958), ces deux auteurs récipiendaires du prix Nobel en économie ont déclenché une véritable révolution de la pensée financière, en appliquant pour la première fois des méthodes d'analyse économiques pour résoudre

les problèmes de la finance d'entreprise, et ce, en utilisant le raisonnement d'arbitrage (Charreaux & Albouy, 2017).

La perfection du marché (l'égalité des taux de prêt et d'emprunt), l'inexistence de l'imposition, des coûts de transaction, des coûts de faillite, d'asymétrie d'information, et la rationalité des acteurs économiques constituent les postulats majeurs qui caractérisent la phase initiale du modèle de Modigliani et Miller (désormais M&M).

En se basant sur cet « *univers théoriquement pur* » (Albouy, 2017, p. 109), M&M ont affirmé que la structure du capital d'une entreprise mesurée par le levier financier (dettes/fonds propres) est indépendante de sa valeur, et que, par conséquent, son coût du capital est constant. En d'autres termes la valeur d'une firme est intégralement fonction du risque commercial et industriel lié à ses activités, et elle est déterminée par les cash flows qu'elle peut générer par des investissements indépendamment de la façon dont ils sont partagés (Mode de financement).

La conception traditionnelle repose sur le fait que le coût des capitaux propres est plus élevé que celui de la dette, et ce, se justifie par le taux de rémunération important exigé par les actionnaires qui supportent le risque économique, tandis que les créanciers ne sont soumis à aucun risque (risque de défaillance n'est pas pris en compte). À cet effet, le coût moyen pondéré du capital qui est construit de la moyenne des coûts liés aux actions et à la dette est censé diminuer avec l'augmentation du levier financier, jusqu'à un certain seuil (levier financier optimal). À partir de ce point la dette devient risquée, donc la structure du capital optimale était reconnue par les traditionnels.

Afin de démontrer leur proposition, M&M utilisent une démonstration par l'absurde, ils partent de l'idée que si l'approche traditionnelle est correcte, et que la firme tire des avantages suite à son recours à la dette (accroissement de sa valeur ou minimisation du coût moyen pondéré) donc, il est facile de prouver que les conséquences engendrées d'une telle situation sont incohérentes avec le postulat de la perfection du marché des capitaux.

Pour mieux cerner le raisonnement d'arbitrage de M&M, prenons deux firmes F1 et F2 appartenant à la même classe de risque et ayant les mêmes cash flows. Cependant, le capital de F2 contient une certaine somme de la dette, tandis que celui de F1 est constitué uniquement de fonds propres.

Partons du principe de raisonnement par l'absurde, on suppose que la valeur de la firme endettée F2 est supérieure à celle non endettée F1, donc : $V_2 > V_1$

Tableau 2-1 : Notations relatives à la firme non endettée F1 et à la firme endettée F2

Firme	F1	F2
Valeur de marché des fonds propres	A_1	A_2
Valeur de marché des dettes financières	-	D
Valeur de marché totale	$V_1 = A_1$	$V_2 = A_2 + D$
Résultat d'exploitation ¹	X	X
Taux d'intérêt	-	r
Charges financières	-	rD

À partir de cette situation initiale, M&M montrent que les actionnaires de F2 ont une opportunité d'arbitrage, c'est-à-dire une possibilité de réaliser sans aucune mise de fonds propre supplémentaire une opération plus avantageuse et ayant une espérance de gain positive².

Supposons qu'un actionnaire possède αA_2 de la firme F2, soit un revenu $Y_2 = \alpha(X - rD)$ l'arbitrage dans ce cas-là consiste à :

- Vendre ses actions de F2;
- S'endetter à son propre compte au taux du marché avec la même proportion de F2, pour que sa position en termes de risque demeure inchangée, et donc le risque financier sera neutralisé. Donc, il empruntera αD .
- Investir la totalité de son budget égal à $\alpha(A_2 + D)$ en achetant des actions de F1.
- Son nouveau revenu sera : $Y_1 = \left(\frac{\alpha(A_2 + D)}{A_1}\right)X - r\alpha D$

$$\implies Y_1 = \left(\frac{\alpha V_2}{V_1}\right)X - r\alpha D$$

$$\text{On a: } V_2 > V_1 \implies \frac{V_2}{V_1} > 1 \implies \left(\frac{V_2}{V_1}\right)\alpha X > \alpha X$$

$$\text{Et : } r < 1 \implies r\alpha D < \alpha D$$

$$\text{Donc : } \left(\frac{\alpha(A_2 + D)}{A_1}\right)X - r\alpha D > \alpha(X - rD)$$

$$\text{Soit encore : } Y_1 > Y_2$$

Vu le postulat de la rationalité des individus, tous les investisseurs vont opter à cet arbitrage pour avoir une rentabilité plus élevée, ce qui va entraîner une baisse de la valeur des actions de la firme F2 accompagnée d'une hausse de celle de la firme F1 jusqu'à l'arrivée au point d'équilibre

¹ Afin de neutraliser les effets de la politique de dividendes, nous supposons que le bénéfice est entièrement distribué.

² Il existe plusieurs formes d'arbitrage, nous abordons un seul type afin de ne pas alourdir le contenu.

du marché où les deux firmes auront une valeur totale identique. Cet ajustement sur un marché parfait serait instantané. Sauf cette situation d'équilibre du marché où tout arbitrage aurait une espérance de gain nulle est compatible avec l'hypothèse de la perfection du marché.

En somme, M&M ont pu démontrer que dans un marché parfait et sans impôt la valeur de la firme est indépendante de ses choix de financement, et que par conséquent le coût moyen pondéré est constant quel que soit le levier financier de la firme.

Les hypothèses restrictives de la perfection du marché ont mis en évidence la rigidité du cadre néo-classique proposé durant cette période. Néanmoins, ce modèle de M&M est devenu référentiel par rapport auquel, il est nécessaire de se référer pour conclure les répercussions de l'inclusion des différentes imperfections du marché (Charreaux, 2006).

2.1.1.2 L'intégration de la fiscalité et son impact sur la neutralité de la structure du capital

Dans une deuxième phase, et suite aux diverses critiques qui ont remis en cause les résultats de la phase initiale de M&M (1958). Les deux auteurs procèdent en 1963 à une révision de leur théorème en introduisant l'effet de l'imposition sur les sociétés. Ils démontrent que la valeur d'une firme endettée est toujours supérieure à celle d'une firme non endettée, et cela est dû à la déductibilité des frais financiers du résultat imposable, ce qui procure des économies d'impôt. Cet avantage est neutralisé en intégrant l'imposition sur les personnes physiques (Miller, 1977).

2.1.1.2.1 Fiscalité sur les sociétés

Sous peine de l'irréalisme de leur approche, et afin de se rapprocher des conditions concrètes du marché des capitaux, M&M en 1963 affinent leurs conclusions en prenant en compte la principale imperfection du marché qui est l'impôt sur les bénéfices.

Selon l'approche initiale, la neutralité de la structure du capital est due au fait que les firmes ne bénéficient pas d'un avantage en faisant recours à la dette car les investisseurs peuvent emprunter dans les mêmes conditions. Si ces conditions deviennent plus profitables pour les firmes du fait de l'avantage fiscal lié à la déductibilité des frais d'intérêts, la valeur de la firme endettée accroîtra.

Afin de démontrer l'effet de l'impôt sur les sociétés, on revient à notre exemple de comparaison entre les deux firmes F1 et F2, et supposons un taux d'impôt sur les bénéfices (t). La valeur de la firme endettée est déterminée par l'actualisation des flux qu'elle génère allant aux actionnaires et aux prêteurs, soit F la totalité des flux, donc :

$$F = X(1 - t) + t.r.D$$

En réalité les flux générés est la somme du résultat net de la firme non endettée $X(1 - t)$ auxquels sont rajoutés les économies d'impôt sur les charges financières $t.r.D$

Vu que les actionnaires sont exposés au risque économique et que les prêteurs n'ont aucun risque à supporter, l'actualisation se fait respectivement au taux ajusté pour le risque économique (R)¹ et le taux d'intérêt sans risque (r).

La valeur de la firme endettée est par conséquent :

$$V_2 = \frac{X(1-t)}{R} + \frac{t \cdot r \cdot D}{r}$$

On constate que :

$$\frac{X(1-t)}{R} = V_1$$

D'où :

$$V_2 = V_1 + t \cdot D$$

Ce résultat démontre que la valeur d'une firme endettée égale à la valeur d'une firme non endettée à laquelle est rajoutée la valeur actuelle des économies d'impôt liée à la dette². Si $t=0$, les deux firmes auront une valeur égale, on revient, alors au résultat de 1958.

Succinctement, en insérant l'impôt sur les sociétés, la dette aura une incidence positive sur la valeur de la firme, et la structure du capital optimale sera celle obtenue avec un niveau d'endettement maximal, autrement dit, c'est le cas irréaliste d'une entreprise sans fonds propres.

2.1.1.2.2 Fiscalité des investisseurs

Le débat en matière de l'existence d'une structure du capital optimale demeure ténu, et devient plus épineux, Miller en 1977, en intégrant l'incidence de l'imposition sur les personnes physique revient à la thèse de neutralité de 1958. Il dénote que l'imposition exercée sur les obligations est supérieure à celle des actions, ce qui engendre la diminution, voire l'annulation des avantages de l'impôt sur les sociétés.

Afin d'affirmer sa proposition, Miller utilise le même raisonnement que celui de 1963, mais, cette fois-ci, il intègre l'impôt sur les personnes physiques, qui est généralement caractérisé par des taux différents selon la source des revenus, soit (t_a) le taux d'imposition des revenus sur les actions et (t_o) celui appliqué sur les obligations. Le flux consolidé total net d'impôt destiné aux actionnaires et obligataires est :

$$F = X(1-t)(1-t_a) + rD[(1-t_o) - (1-t)(1-t_a)]$$

Deux types de versements peuvent être distingués, des versements aléatoires représentés par le premier terme de l'équation actualisés au taux ajusté pour le risque économique, et des versements certains représentés par le second terme de l'équation actualisés au taux d'intérêt sans risque (r). La valeur de la firme endettée est donc :

¹ R : représente la rentabilité des fonds propres.

² Le résultat d'exploitation doit être positif et supérieur aux charges d'intérêts.

$$V_2 = V_1 + D[(1 - t_o) - (1 - t)(1 - t_a)]$$

L'endettement peut être créateur de valeur dans le seul cas où l'équation entre crochets est positive, soit :

$$1 - t_o \geq (1 - t)(1 - t_a)$$

Cela signifie que le revenu net d'impôt des obligations est plus élevé que celui des actionnaires qui subissent une double imposition liée d'une part à la société et d'une autre part aux personnes physiques. Ce cas de figure est le plus fréquent dans la plupart des pays, à l'exception de ceux ayant un régime particulier où les revenus d'obligations sont moins imposés.

Ces résultats montrent que l'endettement n'accroît pas nécessairement la valeur de la firme car le taux d'imposition des revenus sur actions et celui sur les obligations ne sont pas uniformes et varient selon les caractéristiques fiscales de chaque investisseur, ceci a conduit Miller à réaffirmer la thèse de neutralité de 1958.

2.1.1.3 L'intégration des coûts de faillite et la théorie des compromis

Les conclusions de Modigliani et Miller ont stimulé la recherche sur la structure du capital optimale, et ont enrichi la littérature financière. L'insertion des coûts de faillite a remis en question le rapport proportionnel entre l'avantage fiscal et la valeur de l'entreprise (Stiglitz, 1969), d'où la naissance du modèle de compromis ou Trade-Off Theory (TOT). Selon ce modèle, un taux d'endettement cible est le résultat d'un arbitrage entre les économies d'impôt liées à la dette et les coûts liés à une éventuelle banqueroute. Plus largement, il s'agit de faire l'arbitrage entre les avantages et les inconvénients des différents modes de financement pour déterminer la structure du capital optimale.

Les résultats de M& M (1963) favorisent un endettement maximal. Néanmoins, le recours excessif à la dette accroît la probabilité de faillite en augmentant le risque de défaut de remboursement. Selon Wruck (1990), il suffit que les cash flows soient insuffisants pour couvrir les obligations courantes (dettes fournisseurs, charges financières...) pour que l'entreprise rentre dans une situation de détresse financière. Dans un tel état, la firme supporte des coûts supplémentaires réduisant sa valeur de marché. Ces coûts de faillite peuvent être directs ou indirects. Les frais légaux, comptables, administratifs et consultatifs sont des coûts directs plus faciles à mesurer, tandis que les coûts indirects sont inobservables et difficiles à mesurer. Ils représentent les pertes de profits attendues d'une potentielle défaillance de la firme, à savoir les coûts d'opportunités (Altman, 1984).

La valeur de la firme endettée en tenant compte des coûts de détresse financière est égale à la valeur de la firme non endettée augmentée de la valeur actuelle des économies d'impôt, et diminuée de la valeur actuelle des coûts de faillites. Afin de déterminer la structure du capital

optimale, la théorie de compromis repose alors sur le principe d'arbitrage entre l'avantage fiscal et les difficultés financières dues à une potentielle faillite de la firme.

2.1.1.4 Asymétrie d'information et son impact sur la structure du capital

L'inclusion des différentes imperfections du marché a enrichi la littérature financière, et a développé de nouvelles théories sur le niveau d'endettement optimal. Le postulat de la perfection de l'information et l'équité de son partage entre les différents acteurs économiques est désormais rejeté. En réalité, les individus sont par nature opportunistes, certains d'eux sont mieux informés que d'autres, donc, ils essaient de profiter de cette asymétrie d'information pour en tirer des avantages personnels. Cette dernière peut surgir entre les acteurs à l'intérieur et à l'extérieur de la firme, et constitue un élément crucial dans la détermination de la structure du capital .

Plusieurs théories considèrent l'asymétrie d'information au cœur de la décision financière. La théorie de l'agence est l'une des premières théories à expliquer l'imperfection de l'information, et les coûts d'agence qu'elle génère. Elle indique que la structure optimale est celle qui minimise les coûts d'agence liés aux fonds propres et ceux liés à la dette. Afin de limiter ces asymétries informationnelles, certaines recherches ont analysé l'avantage du signal donné aux créanciers, d'où la naissance de la théorie du signal qui estime que la dette joue un rôle important dans la signalisation de la vraie valeur de la firme aux partenaires extérieures.

La théorie hiérarchique de financement (Pecking Order Theory, POT) vient également compléter la stratégie de signalisation. Cette théorie rejette l'existence d'une structure du capital optimale et donne une hiérarchisation des sources de financement. Selon cette dernière, l'asymétrie d'information implique l'existence des coûts qui sont moindre pour l'autofinancement, un peu élevés pour la dette et plus élevés pour l'émission des actions.

2.1.1.4.1 Conflits d'agence, structure du capital et valeur de la firme

Les principaux acteurs concernés par la théorie de l'agence sont les actionnaires, les dirigeants, voire les créanciers. Cette théorie repose sur deux principes, le premier est l'imperfection de l'information. Dans ce sens, elle suppose que certains agents détiennent une information privilégiée par rapport aux autres. Quant au second, il est d'origine néoclassique et stipule que chaque individu cherche à maximiser sa propre fonction d'utilité, au détriment des autres agents. C'est cette réflexion opportuniste liée à la primauté de l'intérêt personnel sur l'intérêt général qui a l'origine des divers conflits d'intérêts (Ross, 1977).

Deux principaux types de conflits d'agence peuvent surgir dans ce cadre, des conflits entre actionnaires et dirigeants (type I) et d'autres entre actionnaires (ou dirigeants) et créanciers (type II). Ces conflits entraînent des coûts qui exercent une influence significative sur le choix du mode

de financement. En réalité, l'endettement contribue à diminuer les coûts liés au type I de conflits, mais il génère en parallèle des coûts de type II. La structure du capital optimale est donc obtenue par arbitrage entre les coûts des deux types de conflits.

2.1.1.4.2 Coûts d'agence des fonds propres (conflits de type I)

Dans une firme managériale, les dirigeants ne disposent pas de la totalité des droits de propriété, leurs objectifs sont alors divergents de ceux des actionnaires. Ils tentent à maximiser leur fonction d'utilité (rémunération, avantages en nature) au détriment de la valeur de la firme. Ceci déclenche des conflits d'intérêts et bien évidemment des coûts d'agence liés aux fonds propres.

Les dirigeants détenant des faibles parts du capital peuvent exproprier la richesse de la firme, et peuvent se comporter de façon à maximiser leur satisfaction personnelle en demandant des rémunérations excessives ou même des avantages en nature. Ces détournements sont dus au fait que ces derniers ne profitent pas de la totalité des bénéfices générés par leurs activités alors qu'ils assument entièrement la responsabilité en cas de faillite (Jensen & Meckling, 1976). Williamson (1988), Harris et Raviv (1990) mentionnent une autre source de conflits, ils soulignent que dans des conditions peu avantageuses à la firme, les actionnaires optent à la liquidation de celle-ci, tandis que les dirigeants préfèrent la poursuite de l'activité. Les libres cash flows sont également une cause de conflits, car les dirigeants ont tendance à pratiquer une politique de surinvestissement en investissant la liquidité excédentaire dans des projets à rentabilité nulle, voire négative afin d'élargir leurs possibilités de carrière au lieu de les distribuer comme dividendes aux actionnaires (Jensen, 1986). Cobbaut (1997) considère l'horizon de calcul économique comme une source de conflits entre actionnaires et dirigeants non-proprétaires. En effet, la durée de présence des dirigeants dans la firme est limitée, la raison pour laquelle ces derniers favorisent le court terme, et utilisent des mesures comptables afin de profiter des gains futurs. Quant aux actionnaires, ils accordent une attention particulière au long terme qui garantit la pérennité de la firme¹.

Pour atténuer les conflits liés à la divergence des intérêts entre les actionnaires et les dirigeants, plusieurs mécanismes ont été mis en place. Ces derniers sont à l'origine des coûts d'agence des fonds propres. Jensen et Meckling (1976) distinguent les trois types de coûts suivants :

¹ Cela est valable selon la nature de l'actionnariat, les actionnaires familiaux et industriels par exemple privilégient le long terme. Par contre, les investisseurs institutionnels ont une orientation vers le court terme.

- 1) **Coûts de surveillance** : engagés par les propriétaires pour contrôler les dirigeants et confirmer qu'ils agissent conformément à leurs attentes (les mécanismes de contrôle et d'incitation);
- 2) **Coûts de dédouanement** : supportés par le dirigeant pour mettre les actionnaires en confiance et montrer qu'il agisse dans les intérêts des actionnaires (réalisation des audits et des rapports financiers);
- 3) **Coûts résiduels** : les coûts d'opportunités dus à la divergence d'intérêts.

Néanmoins, Wirtz (2008) précise que ces mécanismes de contrôle ne sont capables d'annuler le risque d'un comportement opportuniste, et que le dirigeant a toujours une certaine part incompressible de liberté qui lui permet d'agir dans son intérêt personnel au détriment de l'intérêt des actionnaires. Dans ce cadre, l'endettement paraît comme un moyen efficace pour réduire les coûts d'agence des fonds propres en alignant les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires. En effet, le recours à la dette augmente le contrôle exercé par les créanciers sur la qualité de gestion, ce qui rend l'endettement comme un mécanisme disciplinaire du dirigeant plus efficace que le marché financier (Harris & Raviv, 1990). Selon Jensen (1986), le règlement des intérêts de la dette diminue les cash flows disponibles, et limite les politiques de surinvestissement. Ce résultat a été corroboré par Stulz (1990). Par ailleurs, un niveau d'endettement élevé est accompagné par un risque de défaillance, ce qui incite les dirigeants à fournir plus d'effort et maximiser la valeur de la firme afin de préserver leurs emplois et de ne pas nuire à leur réputation sur le marché du travail (Grossman & Hart, 1982).

2.1.1.4.3 Coûts d'agence de la dette (conflits de type II)

L'endettement a un impact positif sur la valeur de la firme car il réduit les coûts d'agence liés aux fonds propres. Cette valeur qui est désormais partagée entre les actionnaires et les créanciers, provoque des conflits d'intérêts entre les acteurs internes de la firme (actionnaires ou dirigeants) et ceux de l'extérieur (prêteurs). Il en résulte donc des coûts d'agence liés à la dette.

Le problème majeur suite au recours à la dette, selon Jensen et Meckling (1976) est la substitution d'actifs, à savoir le remplacement des fonds propres par la dette dans un projet d'investissement à haut risque, ce qui implique un transfert de la richesse des prêteurs vers les actionnaires, suite à l'accroissement de la valeur de l'action et la baisse de celle de l'obligation. En d'autres termes, la dette incite les actionnaires à investir dans des projets à risque énorme, d'une façon qu'ils bénéficient d'un gain supplémentaire. Cependant, en cas d'échec du projet, les créanciers assument les conséquences et risquent de ne pas être remboursés si la valeur de la dette est supérieure à la valeur de la liquidation de la firme. Pour faire face à cet opportunisme des

actionnaires, les créanciers intègrent ce risque de choix des investissements dans le prix de l'emprunt, et par conséquent, un rendement plus élevé sera exigé sur les fonds prêtés.

Le problème de sous-investissement soulevé par Myers (1977) est une autre source de conflits d'intérêts. Dans ce sens, et contrairement à la firme non endettée, la firme endettée renonce les investissements non rentables financièrement même s'ils le sont économiquement, pour le simple fait que la valeur qu'ils dégagent revient aux créanciers. Ces conflits d'intérêts sont pris en compte par les créanciers dans la fixation du rendement attendu sur leurs apports de fonds.

La qualité de gestion de la firme peut porter atteinte aux créanciers, du moment que les dirigeants peuvent prendre des mauvaises décisions telles que le gonflement du résultat afin d'avoir un niveau supérieur de dividendes à distribuer, et ce, en faisant appel à des techniques de manipulation comptables. Pour se protéger, les créanciers engagent des coûts pour vérifier la qualité de gestion des dirigeants. Ces coûts sont inclus dans le coût de l'endettement, et permettent alors de déterminer le niveau de rémunération qui sera exigé.

En somme, le recours à la dette crée des conflits d'intérêts entre les membres internes de la firme (actionnaires et dirigeants) et les créanciers. Ces derniers supportent des coûts dus à la mise en place d'un ensemble de mécanismes pour se protéger d'une éventuelle tentative d'expropriation de leur richesse. Ces coûts sont incorporés dans le calcul du rendement de la dette à exiger.

2.1.1.4.4 Coûts d'agence et structure du capital optimale

Comme nous l'avons déjà exposé précédemment, la théorie de l'agence met en évidence les différents conflits d'intérêts qui peuvent surgir entre les différents acteurs de la firme, ainsi que les coûts qu'ils génèrent. Dans ce contexte, l'endettement est conçu comme un mécanisme efficace d'atténuation des conflits d'intérêts et de réduction des coûts des fonds propres, ce qui impacte positivement la valeur de la firme. Néanmoins, le recours à la dette occasionne des coûts ayant un impact négatif sur cette dernière. C'est deux effets contradictoires impliquent l'existence d'un endettement optimal atteint, à l'opposé de la théorie des compromis, par arbitrage entre les coûts liés aux fonds propres et ceux de la dette. Autrement dit, la firme qui veut maximiser sa valeur recourt à la dette jusqu'au moment où l'augmentation de sa valeur due aux investissements financés par la dette sera égale aux coûts d'agence marginaux relatifs à la hausse de la dette. Par conséquent, la structure du capital optimale est obtenue lorsque les coûts d'agence sont minimaux.

2.1.1.5 La structure du capital comme un mécanisme de signalisation

La théorie du signal part de l'idée que l'information est asymétrique, et que les dirigeants sont mieux informés que les investisseurs extérieurs sur les opportunités d'investissement, ainsi que sur la valeur des cash flows qu'ils peuvent générer. À cet effet, et dans le but de réduire les coûts relatifs à cette asymétrie d'information, les dirigeants tentent à envoyer des signaux coûteux qui doivent être crédibles et inimitables au marché sur la valeur de la firme et leur qualité de gestion.

Les premiers travaux sur l'asymétrie d'information et la signalisation remontent à l'article d'Akerlof (1970) examinant un marché de voitures d'occasion. Il indique que ce type de marché est caractérisé par une asymétrie informationnelle, car les acheteurs ne peuvent pas distinguer entre les voitures de bonne et de mauvaise qualité, et que seuls les vendeurs qui ont l'information sur la qualité des voitures qu'ils possèdent. Le prix sur le marché s'ajuste alors au prix moyen, ce qui engendre la sortie des vendeurs de la bonne qualité. Face à cette situation de sélection adverse, les vendeurs de voitures de bonne qualité doivent transmettre aux acheteurs des informations sur la qualité de leurs voitures sous forme de signal.

Ross (1977) était le premier à modéliser la théorie du signal, il montre qu'il existe un lien positif entre l'endettement et la valeur de la firme. En effet, la firme peu performante, s'attend à une faible valeur des cash flows futurs, donc l'émission d'une dette n'est pas avantageuse, car elle augmente le risque d'une détresse financière suite au paiement des intérêts de la dette. Dans ce cadre, et contrairement à la théorie du compromis qui stipule que l'endettement augmente le risque de faillite, Ross confirme que la dette est négativement corrélée avec le risque de faillite, et que sauf les firmes les plus performantes qui peuvent supporter un niveau d'endettement élevé et les moins performante ne recourent pas à la dette car elles n'ont pas de signaux à émettre. À cet effet, Ross conclut qu'un niveau d'endettement élevé constitue un bon signal sur la performance de la firme, sa capacité à honorer ces engagements, et ses perspectives de développements. Ce résultat est reconnu par Harris et Raviv (1991).

D'autres décisions financières peuvent servir de signaux fiables aux pourvoyeurs de fonds sur la capacité financière de l'entreprise. Donc, l'endettement n'est pas le seul moyen de signalisation. Leland et Pyle (1977) indiquent une relation positive entre la valeur de la firme et la participation des dirigeants dans le capital. En conséquent, la part du capital détenu par le dirigeant constitue également un bon signal sur l'implication du dirigeant dans le financement du projet. Par ailleurs, Bhattacharya (1979) dénote que la politique de dividendes signale aux investisseurs extérieurs la valeur des cash flows attendus. Ceci corrobore les résultats de Miller et Rock (1985).

La théorie du signal et la théorie de l'agence place l'asymétrie d'information au cœur de l'analyse. Néanmoins, la théorie de l'agence considère l'asymétrie d'information comme un facteur exogène sur lequel il est impossible pour la firme d'agir, et que le marché financier est le moyen absolu pour discipliner les dirigeants et réduire les coûts d'agence (Trabelsi, 2006), tandis que la théorie du signal confirme que la firme peut diminuer cette asymétrie informationnelle. De plus, la théorie de l'agence met l'accent sur les coûts engagés par le principal pour contrôler l'agent contrairement à la théorie du signal qui se focalise sur les coûts engagés par l'agent pour réduire l'asymétrie informationnelle (Kartobi, 2013).

En conclusion, la théorie du signal contribue dans une large mesure à la réduction des asymétries d'informations, par le biais de certaines décisions financières telles que la structure du capital et la politique de dividendes. Ces dernières émises par les dirigeants sous forme de signaux coûteux, crédibles, et discriminants transmettent des informations fiables sur la valeur de la firme et permettent aux investisseurs extérieurs de différencier entre les firmes performantes et non performantes.

2.1.1.6 Explication de l'endettement dans la théorie hiérarchique de financement (POT)

La prise en compte de l'asymétrie informationnelle entre les acteurs internes et externes de la firme a élargi le débat sur la structure du capital. Désormais, une hypothèse de hiérarchisation des sources de financement est apparue avec les travaux de Donaldson (1961), ce qui remet en cause l'hypothèse de l'existence d'une structure du capital optimale soutenue par la théorie de compromis. Cette nouvelle conception a été développée par Myers (1984) et Myers et Majluf (1984). Ils indiquent que le dirigeant détenant une information supérieure par rapport aux autres adopte une politique financière qui lui permet de minimiser les coûts dus aux asymétries informationnelles. Les auteurs supposent que le dirigeant agit selon les intérêts des actionnaires internes et vise la maximisation de la valeur de la firme. Pour cela, le dirigeant favorise en premier le financement interne (l'autofinancement) puis l'endettement (de la dette sans risque à la dette risquée) et en dernier, l'augmentation du capital. En effet, le financement des projets d'investissement par les fonds interne n'est pas coûteux car le dirigeant utilise la liquidité disponible générée par les activités de la firme sans justifier son choix du mode de financement. En cas d'insuffisance de cette dernière, le dirigeant sera dans l'obligation de faire appel aux sources de financement externes (dette ou augmentation du capital).

Le financement par ouverture du capital paraît plus coûteux, car il nécessite la transmission d'une information délicate sur les projets de la firme et ses perspectives de développement sous forme de signaux aux actionnaires potentiels. Si l'action est sous-évaluée, le prix de l'émission

sera faible, ce qui portera atteintes aux intérêts des actionnaires actuels. Le dirigeant censé agir selon les attentes de ces derniers évitera une émission d'actions, ce qui peut créer un problème de sous-investissement. Dans le cas contraire, et si l'action est surévaluée, le prix de l'action sera élevé, le dirigeant émettra de nouvelles actions, ce qui augmentera la richesse des actionnaires internes au détriment des actionnaires potentiels. Un signal sera transmis au marché que la firme est surévaluée, ce qui causera une baisse du prix de l'action. Cette situation explique la préférence des dirigeants pour l'endettement avant de procéder à une augmentation du capital car la dette est moins coûteuse vu que les créanciers demandent moins d'informations sur la firme.

En conclusion, la théorie du financement hiérarchique indique que le niveau d'endettement est faible dans les firmes rentables ayant des opportunités d'investissements réduites, et plus élevé dans celles ayant plus d'opportunités d'investissement. Cela signifie que la structure du capital est fonction des opportunités d'investissements de la firme. Cette théorie indique également que les firmes les plus performante font appel à leurs fonds internes, donc elles sont moins endettées, ce qui justifie la corrélation négative qui existe entre le ratio d'endettement et la performance de la firme.

2.1.2 Le rôle de la structure du capital dans la gouvernance d'entreprise

Le rôle de la dette dans la gouvernance d'entreprise dépend de la manière dont cette dernière est exercée, c'est-à-dire de la structure de propriété et de contrôle de l'entreprise. En effet, la dette peut jouer deux rôles opposés. D'une part, elle pourrait être un mécanisme disciplinaire permettant d'atténuer les problèmes d'agence entre les actionnaires externes et les dirigeants dans les entreprises à propriété dispersée (Jensen, 1986). D'un autre côté, dans les entreprises caractérisées par la présence d'un bloc d'actionnaires majoritaires où la direction est choisie parmi eux, la dette peut être utilisée par ces actionnaires internes (insiders) comme un moyen d'expropriation des actionnaires minoritaires externes (outsiders) (Harris & Raviv, 1988; Stulz, 1990).

Le rôle disciplinaire de la dette évoqué par Jensen (1986) est centré sur les flux de trésorerie disponible (Free cash-flow). Selon cet auteur, la dette peut contraindre l'expropriation managériale dans une situation où les entreprises ont plus de fonds générés en interne que d'opportunités d'investissement en termes de disponibilité de projets à valeur actuelle nette positive. Si les opportunités de croissance sont faibles, la présence de tels flux de trésorerie excédentaires aggrave le problème d'agence entre les dirigeants et les actionnaires, car ces flux excédentaires créent de nouvelles opportunités pour les dirigeants intéressés par l'expansion de la taille de l'entreprise, pour entreprendre des projets avec une valeur actuelle nette négative. Cette situation fait référence

à un problème nommé le « surinvestissement » qui réduit la valeur de marché de l'entreprise et a donc un impact négatif sur la valeur actionnariale. Pour résoudre ce problème, Jensen (1986) propose de recourir à l'endettement pour réduire le pouvoir discrétionnaire des dirigeants sur les flux de trésorerie disponibles en engageant ces derniers à un flux fixe de remboursement de la dette. Les dirigeants trouveraient dans leur intérêt d'honorer ces remboursements, car le défaut de paiement peut conduire à la faillite de l'entreprise, ce qui entraînerait la perte de leur emploi et de leur réputation.

Bien que la dette puisse réduire les coûts d'agence en limitant le problème de surinvestissement, il existe également des coûts associés à l'utilisation de la dette qui pourraient avoir un impact négatif sur la valeur de l'entreprise. L'un des principaux coûts de la dette à cet égard est que le niveau élevé d'engagements de dette peut empêcher les dirigeants d'entreprendre des projets d'une valeur actuelle nette positive si de telles opportunités se présentent à l'avenir. C'est ce que Myers (1977) nomme le problème du sous-investissement. Selon McConnell et Servaes (1995), les effets positifs et négatifs de l'endettement en ce qui concerne les opportunités d'investissement sont susceptibles d'être présents dans toutes les entreprises. L'impact positif de l'endettement dans l'atténuation des coûts d'agence est susceptible de dominer dans les entreprises disposant d'un excédent de trésorerie mais des opportunités de croissance faibles, alors que l'effet négatif est susceptible de dominer dans les entreprises ayant des opportunités de croissance élevées.

Le rôle disciplinaire de la dette convient aux entreprises dont la propriété et le contrôle sont séparés. Ces dernières se caractérisent par des problèmes d'agence de type Principal-Agent importants (McConnell & Servaes, 1995). Cependant, dans les entreprises où la séparation entre la propriété et le contrôle est faible où la direction est souvent issue d'un bloc de contrôle composé d'un grand actionnaire majoritaire, l'utilisation stratégique de la dette subit un renversement de rôle. Dans de telles entreprises, le problème typique d'agence ne se pose pas entre les actionnaires externes et la direction de l'entreprise, mais entre les actionnaires de contrôle et les outsiders minoritaires (Principal-Principal), car les actionnaires internes peuvent utiliser stratégiquement la dette afin d'exproprier les actionnaires minoritaires externes.

Selon Sarkar et Sarkar (2008), l'expropriation par la dette passe souvent par le biais des structures pyramidales ou des participations croisées où les droits de contrôle d'un actionnaire peuvent dépasser ses droits de propriété. Dans une structure pyramidale, un actionnaire majoritaire a l'incitation et la capacité d'effectuer des transactions à prix déloyal pour canaliser les ressources des filiales du groupe situées en bas de la pyramide où ses droits de propriété sont plus faibles vers

celles plus haut dans la pyramide où ses droits de propriété sont plus élevés. Dans de telles circonstances, la dette peut faciliter l'expropriation des actionnaires minoritaires en permettant aux actionnaires majoritaires d'accroître leur contrôle sur les filiales du groupe. L'augmentation de la proportion de la dette par rapport aux capitaux propres dans la structure du capital des filiales permet aux actionnaires de contrôle d'augmenter les ressources qui peuvent être détournées de ces filiales par le biais de prêts intragroupe ou de prix de transfert vers les filiales où ils détiennent plus de droit de propriété. De plus, en cas d'une faillite en raison d'un niveau d'endettement excessif, il est difficile d'attribuer la responsabilité à l'actionnaire de contrôle, car ce dernier fait partie d'une chaîne de contrôle complexe qui caractérise la structure de propriété de ce genre d'entreprises. Ce problème d'expropriation peut être affaibli par la mise en place d'un cadre institutionnel et juridique permettant de protéger les droits des actionnaires minoritaires et des créanciers.

Il est important d'indiquer que lorsque la structure de propriété est concentrée entre les mains d'une famille, la dette joue plutôt un rôle disciplinaire. Selon Setia-Atmaja et al. (2009), les entreprises familiales utilisent une combinaison différente de mécanismes de gouvernance par rapport à leurs homologues non familiales. Ces entreprises préfèrent verser des dividendes plus élevés et utiliser plus de dettes dans leur structure de capital, et ce, pour atténuer les problèmes d'agence de type II (Principal- Principal) et de compenser le manque de l'indépendance de leurs conseils d'administration. De plus, ces entreprises sont soucieuses de leur réputation pour cela elles évitent toute expropriation de la richesse des actionnaires minoritaires.

En somme, le rôle disciplinaire de la dette dans la gouvernance d'entreprise est très sensible à la structure de propriété et de contrôle. L'efficacité des marchés financiers et l'environnement institutionnel peuvent également jouer un rôle important dans le renforcement de l'efficacité de la dette en tant que mécanisme de discipline, ou dans l'atténuation du pouvoir d'expropriation de la dette.

2.1.3 Revue des études empiriques sur l'impact de la dette sur la performance

Une multitude de recherches ont tenté d'analyser la relation entre la structure du capital et la performance des entreprises. Ces recherches peuvent être regroupées en deux catégories. Les recherches ayant considéré l'endettement comme une variable dépendante, l'objectif dans ce cas-là est de trouver les déterminants de la structure du capital, contrairement à la deuxième catégorie qui le considère comme une variable indépendante afin de déterminer les indicateurs de la performance d'une entreprise. C'est cette seconde approche qui nous intéresse dans le cadre de notre recherche. Elle nous permet d'expliquer les comportements de certaines parties prenantes

qui sont principalement, les actionnaires, les dirigeants, et même les créanciers, et ce, en matière de la politique d'endettement. Ces conclusions nous permettent également, d'examiner le rôle de la structure du capital comme un mécanisme disciplinaire dans le cadre de la gouvernance d'entreprise.

2.1.3.1 Études des entreprises internationales

L'influence de la dette sur les performances des entreprises a été l'objet de plusieurs études dans différents contextes. Ces dernières se caractérisent par la diversité des variables de mesure utilisées. La structure du capital a été évaluée dans la plupart des études par le ratio d'endettement total, à court et à long terme, quant à la performance, elle a été principalement mesurée par le ROA, ROE, et le Q de Tobin. Les résultats de ces recherches ont un caractère divergent, voire contradictoire, certaines ont confirmé l'existence d'une relation linéaire positive ou négative entre l'endettement et la performance, d'autres ont abouti à des relations plus complexes ou encore à aucune relation significative. Nous présentons, dans ce qui suit les recherches les plus marquantes et récentes effectuées dans différents contextes pour comprendre la nature de la relation entre la dette et la performance d'entreprise.

2.1.3.1.1 Relation linéaire positive

Une relation strictement positive a été le résultat de plusieurs études sur le lien entre l'endettement et la performance des entreprises. Wipperfurth (1966) a montré l'existence d'une relation positive entre l'endettement et la profitabilité mesurée par le taux de capitalisation. Nickell et Nicolitsas (1999), dans leur étude de 670 entreprises manufacturières britanniques durant la période allant de 1972 à 1986, ont observé une relation positive entre l'endettement et la productivité. Dessi et Robertson (2003) ont abouti à un fort effet positif de l'endettement sur les performances attendues des entreprises, mesurées par le Q de Tobin, et ce, en analysant un panel de 1635 entreprises britanniques au cours de la période allant de 1967 à 1989.

Abor (2005) a étudié toutes les sociétés cotées en bourse du Ghana sur une période de cinq ans (1998-2002) et a découvert qu'il existe une relation positive entre le ratio de la dette à court terme et le ROE. Cette relation est également positive entre le ratio de la dette totale et le ROE. Cependant, une relation négative entre le ratio de la dette à long terme et le ROE a été constatée. L'étude de Holz (2002) sur les entreprises publiques chinoises, et celle de Sarkar et Zapatero (2003) sur un échantillon des entreprises de l'indice S&P 500 ont également montré une influence positive de l'endettement sur la performance des entreprises. Gill et al. (2011) ont étendu l'étude d'Abor (2005) sur un échantillon de 272 sociétés américaines cotées à la bourse de New York pour une période de trois ans (2005 à 2007). Les résultats de cette recherche sont similaires à ceux

d'Abor (2005) à l'exception de la confirmation d'une relation positive entre le ratio de la dette à long terme et le ROE.

Hossain et al. (2019) ont analysé toutes les entreprises de technologie de l'information cotées en bourse au Bangladesh sur la période allant de 2013 à 2017. La méthode des moindres carrés ordinaires leur a permis d'aboutir à une relation positive entre la dette et la performance. Le même résultat a été démontré par Singh et Bagga (2019) sur un échantillon de 50 entreprises indiennes cotées en bourse sur la période 2008-2017. Dans la même ligne, l'étude de Vijayakumaran et Vijayakumaran (2019), réalisée sur 1 420 entreprises chinoises non financières cotées durant la période 2005-2010, en utilisant la méthode GMM, a confirmé que l'endettement total ainsi que la maturité de la dette (dette à long terme divisée par la dette totale) influencent positivement la performance des entreprises chinoises.

2.1.3.1.2 Relation linéaire négative

Les recherches qui ont abouti à un impact négatif de l'endettement sur la performance sont nombreuses. Pushner (1995) a confirmé, sur un échantillon de sociétés mères japonaises pour la période allant de 1976 à 1989, un effet négatif de l'endettement sur la performance des entreprises mesurée par la productivité totale des facteurs (capital et travail). Majumdar et Chhibber (1999), en utilisant la méthode des moindres carrés pondérés ont montré sur 1 043 entreprises indiennes sur la période 1988-1994 que l'endettement mesuré par le rapport entre le total des dettes et les capitaux propres est négativement lié à la performance d'entreprise. Le même résultat a été confirmé par Booth et al. (2001) dans leur étude sur 10 pays en voie de développement.

L'étude des déterminants de la profitabilité des entreprises manufacturières et de service effectuée par Goddard et al. (2005) sur un panel de 12 508 entreprises européennes (France, Belgique, Italie, Espagne et Royaume-Uni) sur une période de 9 ans (1993 à 2001) a montré en utilisant la méthode des moments généralisés un impact négatif de la dette sur la profitabilité mesurée par le ROA. Il est de même pour l'étude de Mendell et al. (2006), qui a analysé la structure de capital de 20 entreprises américaines cotées en bourse appartenant au secteur de l'industrie des produits forestiers pour la période de 1994 à 2003, et a confirmé à l'aide de la méthode des moindres carrés ordinaires une corrélation négative entre la dette et la profitabilité. La corrélation négative a été le résultat de plusieurs autres recherches dans différents contextes telles que Krishnan et Moyer (1997) sur 81 entreprises asiatiques (Hong Kong, Malaisie, Singapour et la Corée) en 1992; Zeitun et Tian (2007) sur 167 entreprises jordaniennes cotées en bourse entre 1989 et 2003; Rao et al. (2007) sur 93 entreprises omanaises cotées en bourse entre 1998 et 2002; Nunes et al. (2009) sur 75 entreprises portugaises entre 1999 et 2003.

Des recherches plus récentes ont abouti aux mêmes conclusions. Akeem et al. (2014) ont étudié un échantillon de 10 entreprises nigériennes cotées en bourse appartenant à différents secteurs d'activité pour la période allant de 2002 à 2012. Les chercheurs ont conclu que la structure du capital est négativement liée à la performance des entreprises. Dans le contexte pakistanais, Habib et al. (2016) ont analysé un échantillon de 340 entreprises non financières cotées en bourse entre 2003 et 2012. Les résultats ont indiqué une relation significative et négative entre la dette à court terme, la dette à long terme, la dette totale et le ROA.

Amraoui et al. (2017) ont conclu, à partir d'un échantillon de 53 entreprises marocaines analysées durant la période 2014-2016, à l'aide de la méthode des moindres carrés ordinaires que l'endettement a un impact négatif et significatif sur le ROA et le ROE. Cette étude suppose que les entreprises marocaines améliorent leur profitabilité en minimisant le risque financier et la dépendance aux sources de financement externes. Dans le contexte roumain, Nenu et al. (2018) ont examiné un échantillon de 51 entreprises cotées en bourse sur la période 2000-2016, en utilisant le modèle à effets fixes ainsi que la méthode des moments généralisés. Les résultats de cette étude ont indiqué que le ROA est négativement corrélé avec la dette à court et à long terme (avec les estimations du modèle à effets fixes uniquement). Dans le contexte asiatique, Chang et al. (2019) ont exploré un échantillon de 5 112 entreprises cotées en bourse dans quatre pays (Hong Kong, Corée de sud, Singapore, Taiwan) pendant 14 ans (2003-2016). La méthode des moindres carrés ordinaires utilisée dans cette étude a indiqué une relation négative entre la dette et la performance. Dans le contexte vietnamien, Nguyen et Nguyen (2020) ont analysé, la relation entre la structure du capital et la performance des entreprises en utilisant un échantillon de 488 entreprises non financières cotées en bourse durant la période 2013-2018. Les résultats de la régression effectuée en utilisant la méthode des moindres carrés généralisés ont montré que la structure du capital (mesurée par le ratio de l'endettement total, le ratio de l'endettement à court terme et le ratio de l'endettement à long terme) a un effet négatif et significatif sur la performance des entreprises. Cette étude montre également que cet effet est plus fort dans les entreprises publiques que dans les entreprises privées.

2.1.3.1.3 Autres relations

Cette rubrique regroupe les études empiriques qui ont abouti à des résultats complexes (relation non linéaire), ou qui ont intégré des modérateurs qui peuvent influencer la relation entre la structure du capital et la performance des entreprises. Cette partie comporte également les études qui ont abouti à des résultats mitigés, soit entre les variables de mesures utilisées ou entre les contextes de recherche analysés ou encore celles qui n'ont abouti à aucune relation significative entre la structure du capital et la performance.

McConnell et Servaes (1995) ont analysé 826 entreprises cotées à la Bourse de New York durant les années 1976, 1986, et 1988. Les auteurs ont indiqué que le lien entre la dette et la performance est dépendant de la croissance. Autrement dit, dans les entreprises à forte croissance la dette est négativement corrélée avec la performance, contrairement à celles ayant une faible croissance. Quant à Simerly et Li (2000), ils se sont intéressés à l'effet de l'environnement, et ont étudié 700 entreprises américaines cotées en bourse entre 1989 et 1993. En appliquant la méthode des moindres carrés ordinaires, ces auteurs ont conclu que dans des environnements stables, la corrélation entre la dette et la profitabilité mesurée par le ROA et le ROI est positive. Néanmoins, dans les environnements dynamiques, cette relation est négative.

Berger et Di Patti (2006) ont étudié un panel de 7 548 banques commerciales américaines, en utilisant le modèle des équations structurelles. Ils ont testé l'hypothèse de la théorie de l'agence concernant le niveau de la dette et son impact sur le niveau des coûts d'agence. Les chercheurs ont confirmé qu'un niveau faible de dette est positivement associé à la performance. Néanmoins, les résultats ne concordent pas avec la relation inverse car un niveau élevé de dette est négativement corrélé avec la performance. Cela signifie qu'il existe une relation non linéaire sous forme de U inversé entre l'endettement et la performance. Cette étude se distingue par l'utilisation d'une diversité de formes fonctionnelles (linéaire, quadratique, spline), de mesures de performance (l'efficacité du profit, ROE...), d'échantillons, de périodes d'échantillonnage (années 1990 et 1980) et d'approches de modélisation. Elle a également examiné le lien de causalité inverse entre la performance et l'endettement mais sans aboutir à des conclusions significatives.

L'étude de Margaritis et Psillaki (2007) effectuée sur 12 240 entreprises néo-zélandaises a confirmé une relation quadratique sous forme de U inversé entre l'endettement et la performance. Les mêmes auteurs ont analysé en 2010, 5 146 entreprises manufacturières françaises réparties sur trois secteurs (textile, chimie, informatique et R&D) sur la période 2002-2005. Ces auteurs ont également démontré une relation curviligne entre l'endettement et la performance. Cette étude soutient les conclusions de McConnell et Servaes (1995) qui indiquent que la relation entre la dette et la performance dépend des opportunités de croissances des entreprises. Quant au lien de causalité inverse, cette étude a montré que la performance exerce une influence positive et significative sur l'endettement.

Weill (2008) a réalisé une étude comparative entre 7 pays européens (France, Belgique, Allemagne, Italie, Norvège, Portugal et Espagne). Son analyse a été effectuée sur un échantillon de 11836 entreprises industrielles de taille moyenne sur la période 1998-2000. Cette recherche a signalé une relation positive entre la dette et la performance en Belgique, France, Espagne, Allemagne et en Norvège, contrairement à l'Italie qui présente une relation négative. Quant au

Portugal, aucun lien significatif n'est obtenu. La complexité de cette étude réside dans la diversité des résultats obtenus qui varient selon le contexte de recherche, ce qui clarifie l'influence des spécificités institutionnelles sur le lien entre la dette et la performance de l'entreprise.

Cheng et al. (2010) ont examiné 650 entreprises chinoises cotées en bourse entre 2001 et 2006, et ont indiqué que la relation entre la dette et la valeur de la firme n'est pas linéaire. Cette étude a montré que l'impact du ratio d'endettement sur la valeur de l'entreprise est triple. Il est positif lorsque le ratio d'endettement est inférieur à 53.97 %. Il reste toujours positif, mais commence à diminuer lorsque le ratio d'endettement est compris entre 53.97 et 70.48 %. Au-delà, la corrélation est négative et présente une tendance décroissante.

Kebewar (2012) a analysé l'impact de l'endettement sur la profitabilité d'un échantillon de 9 136 sociétés françaises non cotées (les sociétés anonymes et les SARL), exerçantes sur sept secteurs d'activité (agroalimentaire, industrie, énergie, construction, service, transport, et commerce) et de taille différentes (TPE, PME, ETI) sur la période allant de 1999 à 2006. Trois variables de mesure de profitabilité ont été utilisées, à savoir le ROA, le rapport du résultat d'exploitation à l'actif total, et le rapport du résultat avant intérêts et impôt à l'actif total. Le chercheur a procédé à une analyse par secteur et par taille en utilisant la méthode des moments généralisés. Les conclusions de son travail ont indiqué que l'endettement n'a pas d'impact sur la profitabilité, et ce, pour les secteurs de l'industrie, de l'énergie et de service, à l'exception des petites et moyennes entreprises (PME) du secteur énergétique qui présentent un impact linéaire négatif. Les secteurs restants ont signalé un impact négatif linéaire sauf pour les petites entreprises (TPE) du secteur agroalimentaire, les petites et moyennes entreprises (PME) du secteur de construction et de commerce qui ont affiché un impact négatif non linéaire.

Wali et al. (2012) ont examiné 17 entreprises appartenant au secteur de l'industrie textile au Pakistan durant la période 2003-2007, en appliquant la méthode des moindres carrés ordinaires. Les conclusions de cette recherche ont révélé un impact significatif et positif de la dette à court terme sur la profitabilité mesurée par le ROE, contrairement à la dette à long terme qui n'exerce aucun impact. Selon les auteurs la dette à court terme est bénéfique pour les entreprises ayant de faibles ventes. L'étude de Javed et al. (2014) a également abouti à des résultats mitigés en fonction des variables de mesures utilisées. Cette étude a montré, sur un échantillon de 63 sociétés pakistanaises cotées en bourse entre 2007 et 2011 que toutes les variables de mesure de la dette utilisées ont un effet positif sur le ROA. Quant au ROE, le ratio de l'endettement total l'affecte positivement, tandis que le ratio des capitaux propres (capitaux propres / total actif) et de dettes à long terme (dettes à long terme / total actif) l'affecte négativement. L'utilisation du ROS comme

mesure de performance a indiqué que la dette totale, le ratio des capitaux propres ont un lien négatif avec la performance, contrairement au ratio de dettes à long terme.

L'étude de Chadha et Sharma (2015) effectuée sur un échantillon de 422 entreprises industrielles indiennes cotées à la bourse de Bombay sur une période de 10 ans, a indiqué que l'endettement n'a aucune incidence sur le ROA et le Q de Tobin, mais il est en corrélation significative et négative avec le ROE. Dans le même contexte et sur un échantillon de 2 121 entreprises du secteur industriel et commercial, Chandra et Udhayakumar (2018) ont montré que la dette n'a aucun impact significatif sur la performance mesurée par les bénéfices avant intérêt et impôt et le ROA. Quant à l'étude de Mursalim et al. (2017), réalisée sur un échantillon composé de 94 entreprises indonésiennes, 153 entreprises malaisiennes et 74 entreprises thaïlandaises durant la période allant de 2008 à 2012, cette recherche a montré une relation positive entre la structure du capital et la performance des entreprises thaïlandaises et malaisiennes et une relation négative pour les entreprises indonésiennes.

Li et al. (2019) ont examiné l'impact du risque de crédit sur la relation entre la structure du capital et la performance de l'entreprise sur un échantillon de 124 632 PME non financières provenant de 10 pays européens (Autriche, Belgique, Finlande, France, Allemagne, Italie, Portugal, Espagne, Suède, et Royaume-Uni) au cours de l'année 2012. Cette étude a utilisé la méthode des moindres carrés ordinaires, la méthode des doubles moindres carrés ainsi que la régression logistique. Les résultats ont montré que pour les PME à faible risque de crédit, la corrélation entre la dette et la performance est négative. Néanmoins, cette relation n'est pas valable pour les PME à haut risque de crédit.

2.1.3.2 Études des entreprises algériennes

Les études relatives à la relation entre la structure du capital et la performance des entreprises algériennes ne sont pas nombreuses. La plupart de ces dernières s'intéressent aux déterminants de la structure du capital (lien de causalité inverse à notre étude). Sur le plan méthodologique, la taille des échantillons utilisées dans la majorité de ces études est très petite ou parfois se limite à une seule ou deux entreprises. Ce problème est probablement dû à la difficulté d'accès aux données financières des entreprises algériennes, notamment avant la création du portail du CNRC en 2014. Ce problème rend difficile la généralisation des résultats de ces dernières sur l'ensemble des entreprises algériennes. Nous présentons, dans ce qui suit, les résultats des études récentes relatives à la relation entre la structure du capital et la performance des entreprises algériennes.

Chadlia et Azouaou (2015) ont effectué une étude comparative de la performance de 100 entreprises algériennes durant la période 2009-2012 (50 privées et 50 publiques). Ces entreprises

appartiennent à plusieurs secteurs d'activité (agroalimentaire, câblerie et matériels électriques, chimie/pharmacie, construction/matériaux de construction, métallurgie/construction mécanique, et transport). Cette recherche a indiqué que l'endettement est négativement corrélé avec la performance, mesurée dans cette étude par plusieurs variables (ROA, ROE, etc.). Ils ont également constaté que les entreprises publiques sont moins performantes que les entreprises privées, ce qui peut être justifié par leur niveau d'endettement important par rapport à leurs homologues privées.

Kerzabi et Kerzabi (2017) ont mené une étude sur les entreprises algériennes cotées en bourse durant la période 2005-2015. Trois mesures de performance ont été utilisées dans cette étude, à savoir le ROE, le ROA et le MTB (Market To Book). Les résultats ont indiqué que l'endettement a un impact positif sur le ROE, un impact négatif sur le ROA et aucun impact significatif sur le MTB. Par ailleurs, l'étude de Tari et Attari (2018), qui analyse une seule entreprise appartenant au secteur de l'habitat (l'entreprise nationale de promotion immobilière) sur une période de 6 ans allant de 2011 à 2016, a montré, à l'aide de la méthode des moindres carrés ordinaires que la dette à long terme est positivement corrélée avec la performance de l'entreprise, mesurée par le ROE et le ROA, tandis que la dette à court terme et l'autofinancement sont négativement corrélés avec la performance.

L'étude de Belkacemi (2019), qui se penche sur les déterminants de la structure du capital, a analysé les données de panel de 55 entreprises algériennes privées ayant un total d'actif supérieur à 100 millions dinars algériens durant la période 2010-2015. Les résultats de la méthode des moindres carrés ordinaires, appliquée dans cette recherche ont montré une corrélation négative entre l'endettement et la performance, ce qui corrobore la théorie du financement hiérarchique. Quant à l'étude de Amarouche (2014), qui s'est intéressée aux déterminants de la structure du capital d'un panel de 31 sociétés par actions algériennes sur une durée de 5 ans (1997-2001), Cette dernière n'a abouti à aucune relation significative entre l'endettement et la performance mesurée par la rentabilité économique. Il est de même pour l'étude de Ennemri (2019), qui a analysé deux entreprises algériennes cotées en bourse durant la période 2011-2016 sans aboutir à une relation significative entre le ratio d'endettement (dettes à long terme/ fonds propres) et la performance financière mesurée par le ROE.

2.2 L'environnement financier de l'entreprise algérienne

La structure du capital d'une entreprise est dépendante bien évidemment de l'environnement financier dans lequel elle fait partie. En effet, les modalités de financement proposées par le système financier diffèrent d'un contexte à un autre et influencent largement la décision de financement. En Algérie, le système financier est caractérisé par une dominance du

secteur bancaire, avec un niveau d'intermédiation faible et une exposition internationale limitée. Dans le but de le moderniser, de véritables changements et réformes ont été entamés, mais ces derniers n'ont pas abouti aux objectifs escomptés. Le système financier souffre, à ce jour de difficultés majeures. Ce système est composé de deux principaux piliers qui sont les banques et le marché boursier que nous détaillons ci-après.

2.2.1 Le système bancaire

Le système bancaire algérien est la résultante d'un ensemble de mutations successives imposées par l'évolution des besoins de financement de l'économie nationale. Il constitue aujourd'hui le premier vecteur du système financier. Sa particularité réside notamment dans son passage d'un système bancaire nationalisé vers un système libéralisé.

Dans le contexte algérien, la banque représente la première source de financement et donc un partenaire principal de l'entreprise. Afin de comprendre la décision de financement au sein de l'entreprise algérienne, il est nécessaire de connaître la structure du système bancaire ainsi que l'évolution du cadre juridique régissant l'activité bancaire dans la mesure où certaines insuffisances sont l'héritage des phases antérieures.

2.2.1.1 Évolution institutionnelle du système bancaire algérien

Le système bancaire algérien a connu depuis l'indépendance des véritables changements, notamment avec la transition économique de la planification centralisée vers l'économie de marché.

Après la période coloniale, la récupération de la souveraineté nationale et la mise en place d'un système bancaire national étaient les premières préoccupations de l'État Algérien sous une économie administrée (Naas, 2003). Pour cela, il s'est doté d'un trésor public et une institution d'émission qui est la Banque Centrale d'Algérie (BCA) ayant pour fonction l'émission de la monnaie fiduciaire, la direction et la surveillance du crédit mais aussi la gestion des réserves de change, et ce, dans le but de réunir les conditions nécessaires pour le développement de l'économie nationale. Deux autres institutions ont été créées en 1963 et 1964 respectivement, la première est la Caisse Algérienne de Développement (CAD), une institution de financement du développement dont la mission consiste essentiellement à financer les programmes d'investissements publics et d'importations. La seconde est la Caisse Nationale de l'Épargne et de Prévoyance (CNEP) chargée de collecte de l'épargne populaire destinée au financement du logement (Aboura & Chahidi, 2017).

À l'époque, les banques ont été légitimement motivées par d'autres considérations que la recherche du développement économique, envisagés par les pouvoirs publics (Baba-Ahmed, 2007). Elles étaient intéressées par les opérations du commerce extérieur qui génèrent une rentabilité immédiate. Ceci a conduit l'État algérien à la nationalisation des banques étrangères entre 1966 et 1967 en rachetant leurs actifs. Cette algérianisation bancaire a donné naissance à trois banques commerciales publiques spécialisées. Chacune d'elles avait un rôle bien déterminé et un champ d'intervention bien défini. Selon Baba-Ahmed (2007), la Banque Nationale d'Algérie (BNA) s'occupait de l'agriculture, les industries métallurgiques et mécaniques, le rail et les transports aérien et routier. Le Crédit Populaire d'Algérie (CPA) a été conçu pour les petites industries et le commerce. Quant aux transactions avec l'étranger notamment dans les secteurs des hydrocarbures, la sidérurgie, l'électronique, les matériaux de construction et le transport maritime, elles ont été confiées à la Banque Extérieure d'Algérie (BEA).

Des difficultés énormes dues à une phase d'investissement intense au début des années septante ont obligé les pouvoirs publics à réorganiser toutes les structures financières en mettant en vigueur la réforme de 1970. Cette mesure a attribué aux banques une nouvelle mission, celle de la gestion et du contrôle des opérations financières des entreprises publiques, et ce, dans le but de permettre aux institutions bancaires d'assister le système de planification adopté durant cette période. La centralisation s'est avérée nécessaire pour une meilleure allocation des ressources au financement de l'investissement. L'année 1972 a connu une transformation de la Caisse Algérienne de Développement (CAD) à la Banque Algérienne de Développement (BAD). Le but de ce changement est de créer à la fois une banque de développement et un instrument privilégié de planification au service du trésor afin de canaliser les ressources à long terme (Naas, 2003).

L'année 1982 a été marquée par un remplacement du système bancaire par le trésor public dans le financement des investissements planifiés du secteur public. En effet, la loi de finance de 1982 a confié le financement des investissements qualifiés comme stratégiques au trésor public en recourant à des concours remboursables à long terme (Ammour, 1996). Par conséquent, le crédit bancaire à moyen terme a été supprimé du système de financement des investissements planifiés. Quant aux autres investissements publics, l'intervention des banques primaires est soumise aux critères de rentabilité financière (Arroudj, 2015).

À partir de 1982, un accroissement des besoins économiques a été enregistré, ce qui a nécessité une restructuration du secteur bancaire favorisant la spécialisation qui s'avérait la meilleure solution. Dans ce cadre, la BNA et le CPA ont été restructurées, donnant une partie de leurs activités à deux nouvelles banques primaires. La Banque de l'Agriculture et du

Développement Rural (BADR) créée en 1982, spécialisée dans le financement des activités agricoles et agro-industrielles, et la Banque de Développement Local (BDL) créée en 1985, et ayant pour mission le financement des activités des entreprises locales sous tutelle des collectivités publiques (Temmar, 2015).

La crise financière et économique aiguë qu'a vécue l'Algérie en 1986 suite à la chute des prix des hydrocarbures a entraîné des conséquences drastiques sur l'économie algérienne. Un effondrement de la réserve monétaire ainsi qu'une augmentation du niveau de la dette extérieure ont été enregistrés. Quant au secteur bancaire, il a connu des problèmes d'insolvabilité énormes. Ces derniers ont été aggravés par la situation critique des entreprises publiques qui n'ont pas réussi à atteindre leurs objectifs, ce qui s'est répercuté négativement sur leur performance (Hacini & Dhou, 2018). Face à cette situation, il est devenu indispensable de mettre en place un ensemble de réformes touchant tous les secteurs économiques dont le secteur bancaire. Dans ce cadre, une loi bancaire en 1986 a été instaurée afin de définir un nouveau cadre institutionnel et fonctionnel de l'activité bancaire et préciser son organisation et ses nouvelles attributions (Ammour, 1996). Dans le but d'accompagner le plan national de développement mis en place, un plan national de crédit a été élaboré. Pour assurer l'efficacité de son exécution, trois types d'établissements ont été définis : la banque centrale en tant que banque des banques; les établissements de crédit à vocation générale (les banques) et aussi les établissements de crédit spécialisés (Arroudj, 2015).

Cette loi reflète les premières tentatives de décentralisation. En effet, cette dernière accorde au secteur bancaire un rôle plus actif dans le financement de l'économie nationale, et ce, à travers son autonomie dans la prise de décisions en matière d'octroi de crédit. L'objectif de cette flexibilité dans la détermination des politiques de crédit bancaire était de renforcer le rôle des banques dans la collecte de toutes les ressources financières nécessaires pour le financement des programmes d'investissement et de minimiser le rôle de la trésorerie dans le financement de ces derniers (Hacini & Dhou, 2018). Néanmoins, cette loi n'était pas appliquée, en effet, l'article 60 de ladite loi conditionne sa mise en place par l'élaboration d'un nouveau statut de la banque centrale et des établissements de crédit qui n'ont été pas effectués. Donc aucun changement concret n'est apporté, les entreprises publiques n'ont jamais été autonomes et étaient toujours gérées par un système centralisé (Hadj-Nacer, 1990). Les banques ont été considérées comme des caisses de l'État, ayant pour mission de financer les plans mis en place dans son domaine d'exercice. Quant à la banque centrale, elle n'a jamais pu jouir de son autonomie sur le terrain suite aux interventions successives de l'État.

Il a fallu attendre l'an 1988, pour revenir à ce principe d'autonomie, avec l'ensemble de réformes mises en place par le gouvernement algérien suite à l'aggravation de la crise et la multiplication des dysfonctionnements économiques. L'ensemble de ces lois établies ont permis de créer une nouvelle catégorie d'entreprises publiques baptisées entreprises publiques économiques ayant une large autonomie de gestion et exerçant uniquement selon la logique de performance et de rentabilité. Des nouvelles institutions financières (fonds de participation) ont été créées dans le but de mieux gérer les actions des entreprises publiques économiques, ces dernières ont été dissous en 1995, et remplacés par des holdings publics chargés de la gestion de capitaux marchands de l'État. L'année 1988 a été aussi marquée par une mise à jour du code de commerce, et une mise en place d'un nouveau système de planification stratégique axé sur l'évaluation de plans à moyen terme au niveau national, des collectivités locales et des entreprises publiques. En outre, une réorganisation du secteur bancaire a été effectuée par l'introduction de nouvelles conceptions régissant les relations entre les différentes institutions (banque centrale, établissements financiers, trésor public) mais également les relations entre les banques publiques et les entreprises publiques (Arroudj, 2015).

Dans le prolongement des réformes économiques engagées en 1988, et dans le cadre de la transition vers l'économie du marché, un nouveau dispositif a été mis en place en 1990, par la promulgation de la loi bancaire n° 90-10 du 14 avril 1990, relative à la monnaie et le crédit (LMC). Cette loi visait à moderniser le système bancaire afin de répondre aux exigences de l'orthodoxie bancaire universelle, elle représentait une réelle rupture de l'ancien système bancaire dirigiste. Cette rupture se manifestait par l'indépendance de la banque centrale qui devient la Banque d'Algérie, du pouvoir exécutif à travers la mise en place d'institutions et d'instruments et de mécanismes pour instaurer une autorité de régulation autonome dans la sphère monétaire et financière. Selon les différents articles de cette loi, le recours du trésor public aux avances consentis par la banque centrale a été plafonné à 10 % des recettes ordinaires de l'État constatées au cours du précédent exercice budgétaire (article 78) et à 20 % pour les opérations sur effets publics (article 77). Le montant total des avances que peut consentir la banque centrale au trésor public sous forme de découverts en compte courant doit être remboursé avant la fin de chaque exercice. Par ailleurs, la banque centrale impose aux banques primaires le respect à la fois des ratios prudentiels et des taux exigés par les instruments de la politique monétaire (article 92). L'intervention du trésor public dans le financement des entreprises publiques est abandonnée et son champ d'action se trouve désormais délimité par un cadre réglementaire.

Les autres nouveautés apportées par la loi bancaire n° 90-10 se résument essentiellement dans la déréglementation des taux d'intérêts bancaires ; la mise en place d'un conseil de la monnaie

et du crédit, d'une commission bancaire et d'une centrale des risques. Néanmoins, la mise en place de cette loi a été extrêmement longue, cela est dû à des raisons multiples d'ordre réglementaire, institutionnel, politique et technique, mais la plus contraignante était le processus de restructuration, d'assainissement et de la recapitalisation des banques publiques effectué par le trésor public par des versements en cash ou par des obligations d'État, et qui s'est étalé sur la période de 1991 jusqu'à 1997 (Iradian et al., 2000).

La loi bancaire n° 90-10 a permis également l'ouverture à des partenaires bancaires extérieurs par l'autorisation de l'installation de banques étrangères (article 130) et des prises de participations étrangères (article 128) dans les banques et les établissements financiers de droit algérien sous condition de réciprocité. En conséquence, un processus d'ouverture du secteur bancaire aux investissements privés et étrangers a été entamé en créant des banques mixtes comme la banque Al Baraka en 1991, une joint-venture entre la Banque de l'Agriculture et du Développement Rural (Algérie) et le Groupe Dallah Al Baraka (Arabie Saoudite). Il est de même pour la banque du Maghreb arabe (BAMIC), créée par convention entre la Libye et l'Algérie. L'entrée de nouvelles banques étrangères et privées s'est intensifiée depuis 1997. Ainsi, plusieurs banques internationales ont commencé à opérer en Algérie telles que BNP Paribas, Société Générale, Natixis, Arab Banking Corporation, etc. En 2001, le système bancaire algérien comptait plus de vingt banques et institutions financières entre public, privé et étranger (Hacini & Dhou, 2018).

Après tous les efforts fournis par les pouvoirs publics notamment en matière de libéralisation du secteur bancaire et au lieu de continuer dans la même voix de modernisation, d'autonomie et de compétitivité, ils ont fait un pas en arrière avec les deux ordonnances de 2001 et 2003. Des modifications organisationnelles et fonctionnelles ont été apportées et qui ont remis en cause le pouvoir monétaire en réintroduisant le principe de la primauté du gouvernement dans la conception et la conduite de la politique monétaire. Toutefois, il est important de signaler que l'ordonnance de 2003 est venue après la secousse violente qui a frappé le système bancaire la même année avec la banqueroute de deux banques privées. Il s'agit de la banque EL-Khalifa et la Banque Commerciale et Industrielle d'Algérie (BCIA). L'objectif de cette ordonnance était de renforcer le cadre réglementaire pour éviter la reproduction d'un scandale pareil dans l'avenir.

Dans une perspective d'ouverture et d'internationalisation des services financiers, l'Algérie s'est engagé dans une démarche de signature des accords d'association tels que l'Accord Euro-Méditerranéen signé en 2002 avec l'union européenne (De Villepin, 2003). Elle a également exprimé sa volonté d'adhésion à l'OMC. Par ailleurs, un programme de modernisation du système

financier a été mis en place conformément aux recommandations des évaluations menées conjointement par la Banque Mondiale (BM) et le Fonds Monétaire International (FMI) en 2003 et 2007. Dans ce sillage, deux systèmes de paiements interbancaires efficaces ont vu le jour en 2006, le ARTS (Algérie Real Time Settlements) qui est un système de règlements bruts en temps réel de gros montants et paiements urgents (Règlements n° 2005-04 du 13 octobre 2005) et l'ATCI (Algérie Tele-Compensation Interbancaire) pour la télé-compensation des paiements de masse (Règlement n° 2005-06 du 15 décembre 2005).

L'année 2007 a été marquée par le lancement d'un projet de privatisation du Crédit Populaire d'Algérie (CPA) à la hauteur de 51 %. Six banques étrangères ont été candidates pour l'acquisition du capital ouvert de la CPA. Cependant cette opération a été suspendue par les pouvoirs publics par mesure de prudence. La ministre déléguée à la réforme financière, madame Fatiha Mentouri a précisé lors d'une conférence de presse (Rabhi, 2007) que l'impact non évalué de la crise financière internationale et le retrait momentané de deux des banques candidates sont les seules raisons derrière la suspension de la privatisation du CPA. Malheureusement, aucune banque publique n'a été privatisée à ce jour, l'ouverture du système bancaire algérien est limitée à l'implantation de succursale de banques ou d'établissement financiers.

La crise financière internationale de 2008 a touché l'économie algérienne en entraînant une baisse de la demande et des prix des hydrocarbures. En revanche, le secteur bancaire et financier a été plus au moins épargné de cette crise, vu que les banques algériennes ne sont pas actives sur les marchés financiers internationaux. Par conséquent, elles n'ont pas subi des pertes sur des actifs risqués. Quant à la liquidité, elle a enregistré une légère baisse tout en restant à un haut niveau, et ce, selon le rapport de la banque d'Algérie sur la stabilité du système bancaire algérien en 2013. Toutefois, les autorités algériennes ont fait appel à un ensemble de mesures telles que la création de cellules spécialisées pour mesurer l'impact de la crise et son évolution, l'élévation du capital minimum des banques de 2.5 à 10 milliards de dinars, le renforcement de la structure du capital des banques publiques, la mise en conformité avec des nouvelles normes comptables aux standards internationaux (Règlement n° 2009-04 du 23 juillet 2009 et règlement n° 2009-05 du 18 octobre 2009), et le renforcement des outils du contrôle prudentiel.

Dans le but de renforcer la législation en matière de la stabilité du système bancaire, une ordonnance bancaire modifiant et complétant l'ordonnance bancaire n° 03-11 relative à la monnaie et au crédit a été promulguée en 2010. En revanche, cette ordonnance vient également pour généraliser l'application de la règle 51-49 %, apportée par la loi de finances complémentaire pour l'année 2009 dans le secteur bancaire (Temmar, 2015). Désormais, les participations étrangères

dans les banques ne peuvent être autorisées que dans le cadre d'un partenariat dont l'actionnariat national résident représente au moins 51 % du capital. Par actionnariat national, il peut être entendu un ou plusieurs partenaires (article 6).

Durant la décennie précédente, plusieurs mesures ont été prises par les autorités dans le cadre de la poursuite du processus de modernisation du système bancaire. Dans ce sens, et depuis 2011, les banques ont été soumises à un système de notation garantissant une stabilité du système financier. En outre, ces dernières sont tenues de mettre en place un dispositif d'identification, de mesure, d'analyse et de gestion du risque de liquidité (Règlement n°2011-04 du 24 mai 2011). En 2012, le Règlement de la Banque d'Algérie n°2012-01 du 20 février 2012 a fixé l'organisation et le fonctionnement de la centrale des risques des entreprises et ménages qui constitue un outil d'aide à la gestion des risques de crédit. En ce qui concerne la supervision bancaire, un contrat d'assistance technique a été signé avec la Banque Mondiale (BM) pour l'acquisition et l'implémentation d'une solution intégrée et dynamique de conduite de stress tests, dénommée Financial Projection Model. Après la validation du Rapport Quantitatif Normalisé (RQN) et du Rapport Périodique d'Évaluation (RPE) en 2015, des travaux de validation des états de rapprochement entre différents reportings ont été effectués l'an 2016. Ces états visaient la réalisation des contrôles de cohérence entre les différentes déclarations reçues des institutions assujetties d'une façon automatique (Banque d'Algérie, 2016). L'année 2018 a été marquée par des améliorations technologiques des systèmes d'information et des services bancaires offerts à la clientèle, notamment, avec la mise sur le marché de produits et services accessibles à distance. Ces améliorations ont été accompagnées par le déploiement des dispositifs de contrôle interne ainsi que d'autres relatifs à la lutte contre le blanchiment d'argent (Banque d'Algérie, 2018). Plus récemment (2021), le plan d'action du gouvernement a annoncé la mise en œuvre d'une batterie de réformes pour moderniser le système bancaire et financier et accroître son attractivité et son efficacité afin d'améliorer sa participation dans la relance économique. Parmi les actions envisagées se trouvent la digitalisation et l'internationalisation du système bancaire; la restructuration des bilans des banques et la restauration de leur solvabilité; le développement du cadre réglementaire et institutionnel pour la mise en œuvre de la finance islamique; la captation de la masse monétaire circulant dans le secteur informel; la poursuite de la révision de la politique de change et l'introduction en bourse de deux banques publiques.

2.2.1.2 Diagnostic du système bancaire actuel

Selon le site officiel de la banque d'Algérie, le système bancaire compte au début de l'année 2021 à côté de la banque d'Algérie, vingt banques commerciales dont six sont publiques, à savoir le Crédit Populaire d'Algérie (CPA); la Banque Nationale d'Algérie (BNA); la Banque

Extérieure d'Algérie (BEA); la Banque de Développement Local (BDL); la Banque de Développement Rural (BADR) et la Caisse Nationale d'Épargne et de Prévoyance (CNEP banque). Les banques privées sont donc au nombre de quatorze. Il s'agit de la Banque Al Baraka d'Algérie; Arab Banking Corporation Algérie (Bank ABC); Natixis Algérie; Société Générale Algérie; Citibank N.A. Algeria (Succursale de banque); Arab Bank PLC Algeria (Succursale de banque); BNP Paribas El Djazair; Trust Bank Algeria (TBA); Gulf Bank Algeria (AGB); The Housing Bank for Trade & Finance-Algeria (HBTF-Algeria); Fransabank El-Djazair; Crédit Agricole- Corporate & Investissement Bank Algérie (CA-CIB Algérie); Al Salam Bank - Algeria (ASBA); H.S.B.C. Algeria (Succursale de banque). Aucune banque privée à capitaux algériens n'est active sur le marché algérien depuis le scandale de Khalifa Bank en 2003 qui a entraîné la disparition de toutes les banques privées à capitaux nationaux.

Quant aux établissements financiers, le système algérien compte huit établissements financiers à vocation générale et qui sont la Caisse Nationale de Mutualité Agricole (CNMA); la Société Financière d'investissement, de Participation et de Placement (SOFINANCE SPA); la Société de Refinancement Hypothécaire (SRH); Arab Leasing Corporation (Société de Crédit-Bail) (ALC); le Maghreb Leasing Algérie (MLA); la Société Nationale de Leasing (SNL); Ijar Leasing Algérie (ILA); El Djazair Idjar (EDI). À ces derniers s'ajoute le Fonds National d'Investissement qui est un établissement financier à vocation spécifique.

Le système bancaire algérien comporte également six bureaux de représentation de grandes banques internationales et qui sont le British Arab Commercial Bank (BACB); l'Union des Banques Arabes et Françaises (UBAF); le Crédit Industriel et Commercial (CIC); Banco Sabadell; Monte Dei Paschi di Siena et CaixaBank.

Dans le but de constituer un cadre de concertation et de dialogue pour le développement et la modernisation de la profession bancaire, une organisation nommée Association des Banques et des Etablissements Financiers (ABEF) a été créée en 1994. Cette dernière représente l'organisme professionnel de représentation unique et exclusive des banques et des établissements financiers sur le plan national et international. Elle veille aux intérêts collectifs de ses membres vis-à-vis des tiers notamment auprès des pouvoirs publics et de la banque d'Algérie.

D'après les rapports annuels de la Banque d'Algérie, 2016, 2017, 2018), le système bancaire algérien est caractérisé par un faible niveau de bancarisation. En effet, le nombre de comptes ouverts par les banques à la clientèle des déposants (comptes actifs en dinars et en devises) et par les centres de chèques postaux en 2018 est estimé à environ 3.03 comptes par personne en âge de travailler contre 2.97 en 2017 et 2.95 en 2016. Même si le nombre de comptes a connu une

légère progression durant ces années, son niveau reste toujours faible. En ce qui concerne le réseau bancaire, le total des guichets d'agences de tout le système bancaire est de 1 619 en 2018 (1 606 en 2017), soit une agence pour 26 560 habitants contre une agence par 26 276 habitants en 2017. Le ratio population active/guichets bancaires a légèrement augmenté en 2018, soit un guichet pour 8 154 personnes en âge de travailler contre 8 139 et 7 680 personnes pour les années 2017 et 2016 respectivement. Quant aux centres des chèques postaux, ils disposent d'un réseau d'agences beaucoup plus dense que celui des banques. En 2018, ce réseau compte 3 811 guichets reliés électroniquement et répartis sur l'ensemble du territoire national, soit un guichet pour 3 261 personnes actives. Au total, l'ensemble des guichets des banques et des chèques postaux s'élève à 5 335, soit une agence pour 2 329 personnes (contre 2 341 personnes en 2017).

Selon les indicateurs publiés dans le dernier rapport de la Banque d'Algérie (2018), le secteur bancaire reste toujours dominé par les banques publiques avec un réseau de 1 151 agences (1 145 en 2017 et 1 134 en 2016) réparties sur tout le territoire national contre 373 (355 en 2016 et 2017) pour les banques privées implantées principalement au nord du pays. La part des ressources collectées par le secteur public est de 86.2 % (85.8 % en 2017 et 87.1 % en 2016) et donc de 13.8 % (14.2 % en 2017 et 12.9 en 2016) pour les banques privées. Quant aux crédits distribués, les banques publiques demeurent prédominantes avec 86.59 % (86.8 % en 2017) de la part du marché contre 13.41 % (13.2 % en 2017) pour les banques privées. Les banques publiques sont engagées principalement dans le financement des grands projets des entreprises publiques, et assurent la totalité du financement direct du secteur économique public et leur part dans le financement du secteur privé demeure importante 73.59 % (74.5 % en 2017). En l'absence de marchés financiers développés, les crédits directs assurent la quasi-totalité du financement de l'économie à hauteur de 98.4 % (98.2 % en 2017). Ils assurent également la totalité du financement du secteur privé et 96.8 % de celui du secteur public (96.3 % en 2017). Par ailleurs, les crédits à l'économie des banques et établissements financiers (crédits aux résidents et hors crédits rachetés par le trésor) constituent une part importante du produit intérieur brut hors hydrocarbures (62.2 % en 2017 contre 55.4 % en 2016). Toutefois, il est important d'indiquer que le secteur des hydrocarbures ne recourt pas aux crédits bancaires.

En termes de solidité financière, le secteur bancaire demeure plus au moins appréciable. Ses indicateurs sont proches de ceux des systèmes bancaires des pays émergents et en développement comparables. Le rendement des actifs (ROA) a connu une amélioration depuis l'an 2016 (1.68 %; 1.97 %; 2.27 % pour les années 2016, 2017, 2018 respectivement). Il est de même pour le rendement des fonds propres (ROE) avec des valeurs de 18.69 %; 19.99 %; 22.68 % pour les années 2016, 2017, 2018 respectivement. Quant aux créances non performantes, une tendance

à la hausse a été observée depuis 2015 pour l'ensemble du système bancaire. Rapportées au total des crédits, ces créances ont atteint 13.13 % en 2018, contre 12.96 % en 2017 et 12.09 % en 2016. En ce qui concerne les indicateurs de solvabilité, ces derniers ont reculé par rapport aux années précédentes, mais ils restent largement supérieurs aux normes minima recommandées par Bâle III. En 2018, le ratio de solvabilité du système bancaire par rapport au fonds propres de base est de 14.4 % (15.2 % en 2017 et 16.4 % en 2016) et celui de solvabilité globale s'élève à 10.8 % (19.7 % en 2017 18.9 % en 2016).

En ce qui concerne le niveau de liquidité, contrairement à la période de son excès (2002-2014), où les dépôts en dinars des banques couvraient largement l'encours de leurs crédits. Le niveau de liquidité bancaire a connu ces dernières années une dégradation continue due aux importants déficits du solde global de la balance des paiements et dans une moindre mesure à la hausse de la circulation fiduciaire. Selon le rapport annuel de la banque d'Algérie (2018), les actifs liquides des banques, dont 80 % sont détenus par les banques publiques, ont connu, une tendance baissière depuis 2014 (à l'exception de l'année 2017). Cela s'est traduit par une baisse du ratio : actifs liquides/total des actifs à 19.84 % (contre 23.51 % en 2017 et 23.52 % en 2016) et du ratio : actifs liquides/passifs à court terme à 47.55 % (contre 53.70 % en 2017 et 58.39 % en 2016).

Le bulletin monétaire et financier de la banque d'Algérie relatif au premier trimestre de 2018 indique qu'en fin de décembre 2017, la liquidité globale des banques s'établit à 1 380.6 milliards de dinars contre 511.8 milliards de dinars à la fin de septembre 2017, soit un accroissement de 185.5 %. Cette forte croissance a été entamée, dès novembre 2017 suite à la mise en œuvre du financement non conventionnel. Quant au premier trimestre de 2018, la liquidité globale des banques est de 1 461.1 milliards. Plus récemment, la note de conjoncture de la banque d'Algérie concernant le premier trimestre de l'année 2021 indique que la liquidité globale des banques, en juin 2021, s'élève à 551.3 milliards de dinars contre 632.3 milliards de dinars en décembre 2020, soit une baisse de 81 milliards de dinars. Cette note précise que le niveau de liquidité des banques en juin 2021 n'a bénéficié d'aucun refinancement auprès de la banque d'Algérie contrairement au mois de décembre 2020 où les banques se sont refinancées auprès de la banque d'Algérie pour un montant totalisant 205.7 milliards de dinars (opération à 1 mois, sur le marché monétaire au titre des opérations de refinancement). Pour répondre à la contraction de la liquidité bancaire amorcée au quatrième trimestre de 2019, la banque d'Algérie a pris une série de mesures ayant pour objectifs de libérer, pour le système bancaire des marges additionnelles de liquidités et mettre ainsi, à la disposition des banques et des établissements financiers des moyens supplémentaires d'appui au financement de l'économie nationale à des coûts raisonnables. Premièrement, la banque d'Algérie a baissé le taux de la réserve obligatoire sur quatre fois de 12 %

à 10 % le 15 décembre 2019, de 10 % à 8 % le 15 mars 2020, de 8 % à 6 % le 15 mai 2020 et de 6 % à 3 % le 15 septembre 2020. Deuxièmement, elle a baissé de 50 points de base (0.50 %) son taux directeur pour le fixer à 3.25 % à partir du 15 mars 2020 puis à 3 % à partir du 29 avril 2020. Troisièmement, elle a augmenté les seuils de refinancement des titres publics négociables. Ces mesures ont ainsi permis de maintenir la stabilité du système financier en contexte de chocs exogènes sur l'économie nationale particulièrement les impacts de la pandémie du Covid-19 et la baisse des prix du pétrole.

En somme, le débat sur le système bancaire reste au cœur des enjeux économiques majeurs, malgré son ouverture au privé, le secteur public demeure très pesant, il accapare jusqu'à présent d'environ de 90 % du financement de l'économie algérienne du fait qu'il dispose d'un énorme réseau, d'une large connaissance des métiers classiques de banque, et d'un personnel formé. De surcroît, les interventions étatiques font de ce secteur un moyen de pression, de contrôle des entreprises publiques et privées et un outil de maintien des pouvoirs économiques donc politiques de l'élite au pouvoir (Kara, 2017). En termes d'indicateurs d'intermédiation bancaire, bien que la banque d'Algérie juge le secteur bancaire comme résilient et solide en se basant sur ses indicateurs notamment le ratio de solvabilité qui s'élève à 18.76 % à la fin de 2020, soit le double de la norme de 9.5 %, et le ratio de liquidité de la place qui atteint à la même période, un seuil de 92.52 %, alors que la norme en vigueur est fixée à 60 % (Communiqué de la Banque d'Algérie, 2021), les performances de l'intermédiation bancaire restent insuffisantes en particulier, en termes de distribution de crédits aux petites et moyennes entreprises qui représentent le socle d'un système productif et garantissant une diversification de l'économie. De même, le poids de la circulation fiduciaire dans la masse monétaire montre que la collecte de ressources (dépôts) devrait devenir un impératif stratégique pour les banques notamment avec la baisse de la liquidité bancaire. Par ailleurs, le secteur bancaire accuse un retard commercial et technologique qui nécessite des évolutions urgentes en matière de réglementation, de création de nouveaux produits ainsi qu'une amélioration qualitative de la ressource humaine (Sekak et al., 2019).

2.2.2 Le marché financier

Le marché financier occupe une place prépondérante dans les pays développés, notamment dans le contexte anglo-saxon. Il constitue un des mécanismes traditionnels de la gouvernance d'entreprise permettant de discipliner les dirigeants. Néanmoins, en Algérie, et depuis sa création il reste toujours présent d'une façon très étroite et cela revient à des raisons multiples liées principalement à l'environnement dans lequel évolue l'économie algérienne d'une façon générale. Dans le cadre de notre étude, nous limitant le marché financier au marché des valeurs mobilières (la bourse d'Alger).

2.2.2.1 Évolution du marché financier algérien

La mondialisation et la transition vers une économie de marché a rendu le développement d'un marché financier une première nécessité en Algérie. Depuis l'indépendance, l'économie algérienne était centralisée et marquée par le recours exclusif au financement bancaire et par une dette extérieure lourde. La crise d'endettement dans les années quatre-vingt ainsi que le choc pétrolier de 1986 ont constitué des événements phares qui ont incité l'Algérie à s'engager dans des programmes de restructuration de son économie tels que le Programme d'Ajustement Structurel (PAS) organisé par la Banque Mondiale (BM) et le Fonds Monétaire International (FMI) dans les années quatre-vingt-dix, et ce, pour encadrer son passage délicat d'une économie dirigée vers une économie de marché.

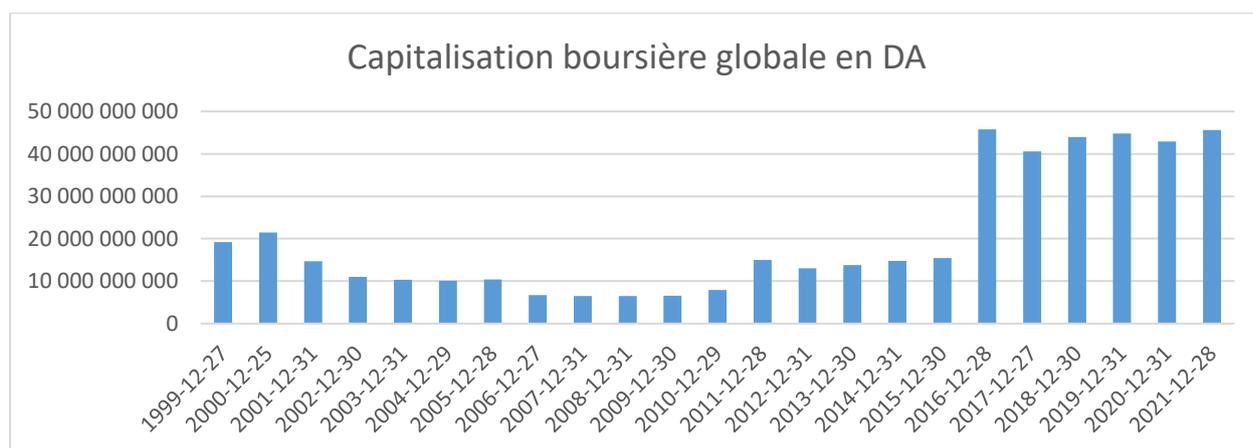
Ce passage a été accompagné par des conséquences fatales sur l'économie algérienne telles que la forte dévaluation du dinar, mais également par des grandes réformes et promulgation de lois. Une loi relative à la libéralisation du commerce extérieur a été adoptée en 1991 afin de réduire le monopole de l'État sur le commerce extérieur. Un code des investissements libérant les initiatives privées a été mis en application pour la première fois en Algérie en 1993. Trois ordonnances relatives à la concurrence, à la privatisation ainsi qu'à la gestion des capitaux marchands de l'État ont été mises en place en 1995. Un marché financier régi par le décret de mai 1993 a été également mis en place afin de limiter le monopole du secteur bancaire qui était le seul offreur de capitaux sur le marché.

La naissance du marché financier algérien était donc la résultante de l'ensemble des réformes structurelles et économiques lancées par l'État algérien depuis la fin des années quatre-vingt afin de s'adapter aux standards économiques et financiers internationaux. En 1990, la bourse algérienne dénommée « Société des Valeurs Mobilières » a été créée sous forme d'une société par action ayant un capital de 320 000 dinars algériens réparti entre huit fonds de participation. Son capital a passé à 9 320 000 dinars algériens et sa dénomination officielle est devenue « Bourse des Valeurs Mobilières » après le changement de siège effectué en 1992. La bourse est restée inactive jusqu'à l'instauration d'un cadre réglementaire qui la régit « décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993 » modifié et complété par la loi 03-04 du 17 février 2003 relatifs à la bourse des valeurs mobilières et qui a déterminé les organes qui la composent. Une autorité de marché dénommée la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB) a été mise en place, et un agrément a été accordé aux banques publiques, sociétés d'assurance et aux établissements financiers comme Intermédiaires en Opérations de Bourse (IOB) qui ont donné lieu plus tard à la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs (SGBV).

Le démarrage effectif de la bourse était en 1999 avec la première cotation de l'entreprise publique agroalimentaire Eriad-Sétif (qui s'est retirée de la bourse en 2006), et l'introduction en bourse du groupe pharmaceutique public Saidal le mois de septembre de la même année.

Après plus de deux décennies de son existence, la bourse d'Alger compte au 31 décembre 2021 uniquement quatre entreprises cotées au marché principal à savoir : Alliance Assurance, Biopharm, EGH El Aurassi, Saidal. Ce nombre était de cinq l'an 2019. Cependant, avec le retrait de la bourse de la NCA Rouiba en mars 2020 (introduite en bourse depuis 2013), ce chiffre a baissé à quatre. Quant au marché des PME, il contient une seule entreprise cotée qui est AOM Invest. La capitalisation boursière globale est de 45.6 milliards de dinars (contre 44.8 milliards de dinars en 2019). L'évolution de cette dernière depuis la création de la place boursière algérienne peut être visualisée dans la figure suivante.

Figure 2-1 : Évolution de la capitalisation boursière globale



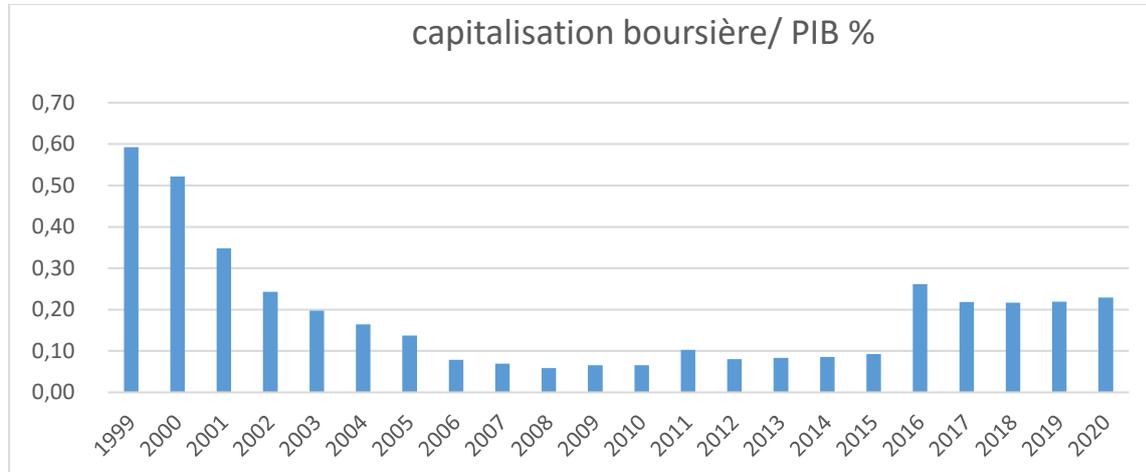
Source : La SGBV : <http://www.sgbv.dz/#>

Selon les rapports annuels de la SGBV, la capitalisation boursière a connu une augmentation de 2.32 milliards de dinars l'an 2000 suite à l'introduction en bourse de l'EGH El Aurassi. Depuis, sa valeur n'a pas cessé de baisser à cause de la diminution des cours des trois titres cotés. Une chute de 3.69 milliards de dinar a été enregistrée l'an 2006 accompagnée de la sortie d'Eriad-Sétif de la bourse après avoir lancé une Offre Publique de Retrait (OPR). L'introduction en bourse d'alliance assurance en 2011 a doublé la capitalisation qui est passée de 7.9 milliards de dinars en 2010 à 14.97 milliards de dinars. De même, l'introduction de NCA Rouiba en 2013 a contribué à la progression du montant de la capitalisation et a permis de récompenser la tendance baissière des cours des autres titres. Une légère hausse de la capitalisation a été constatée dans les années suivantes grâce à l'accroissement des cours des titres de Saidal et EGH El-Aurassi.

L'année 2016 a été marquante dans l'histoire de la bourse d'Alger, deux introductions ont été organisées, une du groupe Biopharm et l'autre de la Société des Ciments de Ain El Kebira (SCAEK). Néanmoins, au terme de la période de l'offre qui s'est terminée le 13 juin 2016, la SCAEK n'a pu lever que 2.70 % du montant du capital introduit au lieu des 20 % exigé. Par conséquent, l'offre a été déclarée infructueuse et l'introduction a été abandonnée. N'empêche que la réussite de l'introduction de Biopharm a triplé la valeur de la capitalisation boursière. La baisse des cours des titres Biopharm, NCA Rouiba et Alliance Assurances, respectivement de 16.7 %, 10.5 % et 9.7 % a entraîné une diminution considérable de la capitalisation en 2017. La cotation de l'entreprise AOM Invest au marché des PME en 2018 a engendré une modeste variation positive de la capitalisation qui a continué à rebondir en 2019 avec la hausse des cours de certains titres cotés. En 2020, la bourse d'Alger a perdu 4.23 % de sa capitalisation par rapport à l'année 2019. Cette décre est justifiée par la baisse des transactions sur le marché en raison de la pandémie et par la radiation du titre NCA Rouiba des cotations.

Le développement du marché boursier peut être également visionné à travers le ratio de la capitalisation boursière au PIB illustré dans la figure ci-dessous.

Figure 2-2: Évolution de la capitalisation boursière par rapport au PIB



Source : Élaboration personnelle, sur la base des données de l'ONS (2020, 2021) et de la SGBV :

<http://www.sgbv.dz/#>

La capitalisation boursière rapportée au PIB n'a jamais dépassé 1 %. Elle est stagnée aux alentours de 0.22 % depuis 2017. Cette contribution marginale à l'économie explique le classement de la bourse d'Alger parmi les plus petites et les moins actives bourses à l'échelle internationale.

2.2.2.2 Les intervenants du marché boursier

L'efficacité et le dynamisme du marché boursier est tributaire de l'ensemble d'organismes qui le constitue et de leur capacité à assurer leur mission. Le décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993, modifié et complété par la loi 03-04 du 17 février 2003, relatif à la bourse des valeurs mobilières a fixé les intervenants du marché et le rôle qu'ils jouent dans l'amélioration du fonctionnement du marché des valeurs mobilières. Les intervenants peuvent être classés en trois catégories, en l'occurrence l'autorité du marché, les entreprises et les professionnels du marché.

2.2.2.2.1 L'autorité du marché

La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB), est une institution de régulation indépendante qui jouit de la personnalité morale et de l'autonomie financière. Composée de six membres nommés par arrêté du ministre des Finances pour une durée de quatre ans, et présidée par un président nommé par un décret présidentiel pour un mandat de même durée que celui des autres membres. La COSOB a pour mission l'organisation et la surveillance du marché, et ce, en veillant à la protection des investisseurs, à la transparence et au bon fonctionnement du marché. Pour accomplir sa fonction, elle est dotée d'un pouvoir d'édicter des textes réglementaires et des instructions, d'octroyer des visas, des agréments et des habilitations, mais aussi d'un pouvoir de surveillance, de contrôle et de sanction exercé sur les autres intervenants du marché de valeurs mobilières.

2.2.2.2.2 Les entreprises du marché

Le marché boursier contient deux entreprises, chacune d'elles assure une fonction bien précise. La première est la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs mobilières (SGBV). Comme sa dénomination l'indique, elle constitue le gestionnaire du marché boursier qui se charge de la mise en place des dispositifs opérationnels et techniques permettant le bon déroulement des transactions sur le marché. La SGBV revêt le statut d'une société par action possédant un capital social qui s'élève à 475 200 000 dinars algériens, détenu par les IOB agréés. Elle assure sous surveillance de l'autorité du marché (la COSOB), l'organisation pratique de l'introduction en bourse des valeurs mobilières, l'organisation matérielle des transactions et des séances de bourse, l'enregistrement des négociations des intermédiaires en opérations de bourse, la gestion du système de négociation et de cotation, la publication des informations relatives aux transactions en bourse, et l'édition d'un bulletin officiel de la cote sous le contrôle de la commission.

La seconde est le dépositaire central des titres (Algérie Clearing), une société qui s'occupe des règlements espèces contre la livraison des titres issus des transactions effectuées sur le marché. Il se caractérise par l'ouverture de son capital social à différents acteurs tels que la SGBV, les

Intermédiaires en Opérations de Bourse (IOB) agréés, les personnes morales émettrices, le trésor public ainsi que la banque d'Algérie. Ce dernier assure des missions multiples telles que le dénouement des transactions réalisées au niveau de la bourse et de gré à gré, la conservation et la circulation des titres par mouvement d'un compte à un autre d'une façon sécurisée, la codification des titres émis sur le marché selon des normes internationales, l'administration des titres pour permettre aux intervenants agréés d'exercer leurs droits s'y rapportant (paiement des intérêts et des dividendes), la dématérialisation des titres des sociétés cotées ainsi que la publication des informations relatives au marché.

2.2.2.3 Les professionnels du marché

Le marché boursier est composé de cinq types de professionnels du marché qui sont les Intermédiaires en Opérations de Bourse (IOB), les teneurs de comptes-conservateurs de titres (TCC), les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), les promoteurs en bourse et les évaluateurs.

Les IOB sont les organismes auxquels se confie la négociation des valeurs mobilières en bourse, et ce, pour leur propre compte ou pour le compte de leurs clients. Ils peuvent être des sociétés commerciales, des banques ou des établissements financiers. Leurs missions ne se limitent pas à la négociation des titres mais aussi au conseil en placement de valeurs mobilières et en matière de structure de capital, de fusion et de rachat d'entreprises. Ils jouent également un rôle principal dans la gestion individuelle de portefeuille en vertu d'un contrat écrit, et gèrent le portefeuille d'autres professionnels du marché qui sont les organismes de placement collectif des valeurs mobilières (OPCVM). Toute activité concernant les valeurs mobilières (placement, conservation et l'administration) est assurée par les IOB qui accordent la garantie de bonne fin et la prise ferme d'émission de titres. L'exercice de ces activités nécessite l'octroi d'un agrément de la COSOB qui procède préalablement à une étude du dossier de demande d'agrément et une vérification des conditions d'éligibilité. Cependant cet agrément peut être limité à une ou quelques activités uniquement, si la COSOB le juge nécessaire. Pour le moment, la bourse d'Alger englobe six Banques publiques (BADR, BDL, BEA, BNA, CNEP-Banque, CPA) et quatre banques privées (BNP Paribas El Djazaïr, Société Générale Algérie, Banque Al Baraka d'Algérie, Al Salam Bank Algeria) et la société privée Tell Markets, soit un total de onze IOB.

Les teneurs de comptes-conservateurs de titres (TCC) sont des organismes soumis à l'habilitation de la COSOB. Ils peuvent être des banques, des établissements financiers, des IOB, des sociétés émettrices pour les titres qu'elles émettent et qu'elles gèrent directement, ou des institutions autorisées à effectuer des opérations de banques prévues par les dispositions

législatives et réglementaires qui les régissent. Les TCC s'occupent de la conservation et du suivi administratif des titres qui leur sont confiés au nom de leurs titulaires, et informent ces derniers sur les opérations affectant leurs titres. Ils exécutent toutes les instructions reçues (nantissement, mutation, transfert) et les opérations sur titres (paiement de dividendes, intérêts, virement de droits). Selon le rapport annuel de la COSOB (2020), la place financière d'Alger compte neuf TCC habilités et qui sont la BADR, BEA, BDL, BNA, CPA, CNEP Banque, BNP Paribas El-Djazair, ALSALAM BANK ALGERIA et Banque Al-BARAKA d'Algérie.

Les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) sont des intermédiaires financiers qui gèrent un portefeuille de valeurs mobilières et autres instruments financiers pour le compte de tiers auprès desquels ils ont collecté des fonds. Deux types des OPCVM peuvent être identifiés selon leur famille juridique, d'une part la Société d'Investissement à Capital Variable (SICAV) qui est une SPA émettant des actions au fur et à mesure des demandes de souscription. D'autre part, le Fonds Commun de Placement (FCP) qui est une copropriété de valeurs mobilières, émettant des parts, sans jouir de la personnalité juridique. Les OPCVM peuvent être classés également selon la nature des fonds gérés à quatre types : OPCVM monétaires, OPCVM obligataires, OPCVM actions, OPCVM diversifiés. Actuellement, le seul OPCVM agréé par la COSOB est bel et bien la SICAV CELIM.

Les promoteurs en bourse représentent un métier récent, qui a vu le jour avec la création du marché des PME dans le but d'accompagner ces dernières en amont et en aval dans leur démarche d'introduction en bourse (élaboration et ratification de la notice d'information et du business plan, encadrement et participation à la campagne d'information). Ils assurent le contrôle du respect des obligations de transparence, de divulgation d'informations, et de bonne gouvernance auxquelles sont soumises les PME cotées. Ils peuvent être une banque, un établissement financier, un IOB ou une société spécialisée en ingénierie financière ou en conseil juridique. La liste des promoteurs en bourse inscrits auprès de la COSOB au 31/12/ 2020, comporte les onze IOB agréés, qui sont inscrits d'office, et deux sociétés de conseil, en l'occurrence, la Sarl RMG Consulting Advice & Solution et le cabinet Grant Thornton Algérie inscrites depuis le 18 décembre 2017 et le 06 février 2019 respectivement.

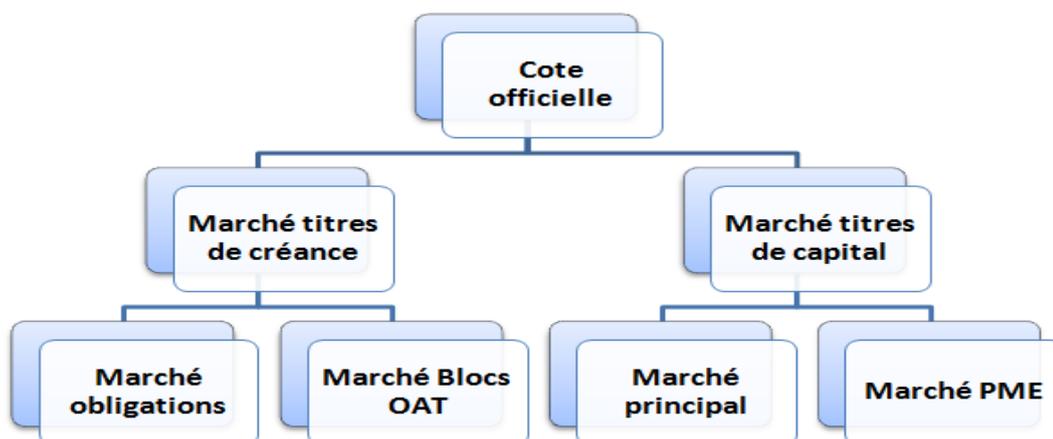
Les évaluateurs sont des personnes morales possédant des diplômes reconnus par la COSOB dans le domaine d'évaluation, et qui justifient d'une expérience professionnelle dans ce métier. Ils ont pour mission l'évaluation des sociétés dont les titres font l'objet d'une demande d'admission en bourse. La COSOB compte six sociétés reconnues en qualité d'évaluateurs et qui sont Humilis Finance, Ernst & Young Advisory Algérie, Centre des techniques de l'information et

de la communication, KPMG Algérie SPA, Grant Thornton Algérie SPA, Centre d'ingénierie et d'expertise financière (CIEF), sans omettre les évaluations effectuées par les membres de l'ordre des experts comptables et qui sont expressément reconnues.

2.2.2.3 Les marchés de la bourse d'Alger

La bourse d'Alger représente le lieu de rencontre entre les agents en quête de capitaux et ceux qui les détiennent, ce qui donne lieu à un ensemble de transactions sur les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions, l'État, les collectivités locales et les organismes publics. Ce marché organisé et réglementé se compose de deux types de marchés, un pour les titres de capital et l'autre pour les titres de créance. Chacun d'eux comporte deux autres compartiments comme le montre la figure suivante :

Figure 2-3 : La structure de la bourse d'Alger



Source : La SGBV : <https://www.sgbv.dz/?page=rubrique&lang=fr&mod=20>

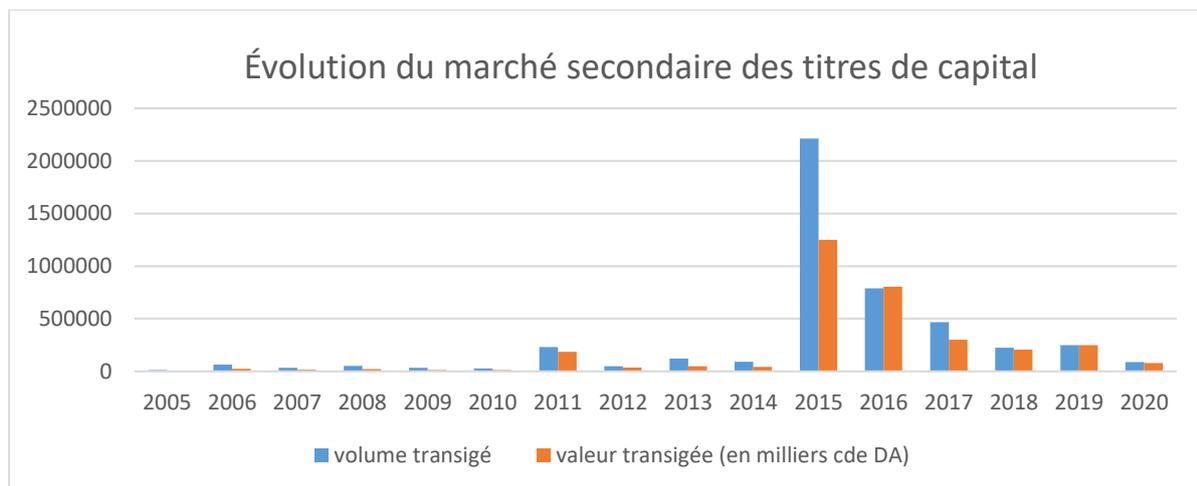
2.2.2.3.1 Le marché des titres de capital

Ce compartiment est composé d'un marché principal réservé aux grandes entreprises. Il comporte à l'heure actuelle quatre entreprises actives dans différents domaines à savoir Alliance Assurance qui opère dans le secteur des assurances, Soidal, et Biopharm dans le secteur pharmaceutique et EGH El Aurassi dans le tourisme.

Les entreprises désireuses accéder à ce marché doivent être des SPA ayant un capital social libéré de 500 000 000 dinars algériens, réparti entre 150 actionnaires dont 20 % au minimum diffusé dans le public. Elles doivent disposer d'une structure d'audit interne et s'engagent à publier ses trois derniers états financiers certifiés dont le troisième doit être bénéficiaire.

Le président de la COSOB, Abdelhakim Berrah (2019) a indiqué dans une conférence de presse que la COSOB a enregistré une candidature d'intégration au marché principal de la part d'ALMAG, entreprise spécialisée dans la production de la margarine et ses dérivés. L'évolution de ce compartiment peut être observée à travers les indicateurs du marché secondaire illustrés dans la figure ci-dessous.

Figure 2-4 : Évolution du marché secondaire des titres de capital



Source : Elaboration personnelle sur la base des rapports annuels de la SGBV (2007-2020) et de la COSOB (2005-2020).

Le volume et la valeur des transactions sur ce marché étaient pendant des années (jusqu'à 2014) insignifiants. Un accroissement marquant a été enregistré en 2015 suite à une transaction d'un volume total de 2 074 229 ayant pour objet la déclaration de franchissement du seuil de participation dans le capital d'Alliance Assurances par avis SGBV n°34/15 du 15-07-2015. Un recul important a été constaté ces dernières années. Les indicateurs de ce marché restent toujours insuffisants et prouvent l'existence de certains dysfonctionnements au niveau du marché et qui ne sont pas uniquement imputables à l'absence de liquidité mais, ils sont probablement liés à l'attractivité des titres ou encore au nombre réduit d'entreprises cotées (Koudri, 2012).

Un deuxième marché destiné aux PME a été créé en 2012 par le règlement COSOB n°12-01 du 12 janvier 2012 modifiant et complétant le règlement n°97-03 du 18 novembre 1997 relatif au règlement général de la bourse des valeurs mobilières, et ce, dans le cadre de dynamisation du marché boursier. Ce marché dédié aux PME offre une réelle opportunité pour ces dernières afin d'accéder à d'autres sources de financement nécessaires pour leur développement et croissance. Désormais, l'introduction en bourse n'est plus limitée aux grandes entreprises, mais aussi aux PME à condition de satisfaire certaines exigences. La PME doit être une SPA prête à ouvrir son

capital social d'au moins 10 %, à diffuser dans le public ses titres de capital détenus par au moins cinquante actionnaires ou trois investisseurs institutionnels au plus tard le jour de l'introduction. Elle doit également publier ses états financiers certifiés des deux derniers exercices sauf dérogation de la COSOB. Par soucis de transparence et de protection de l'épargne investie, des informations permanentes et périodiques prévues par le règlement de la COSOB sont toujours demandées. La PME est tenue de mettre en place une structure d'audit interne et de désigner un promoteur en bourse qui l'accompagne et la conseille pendant toute sa vie boursière. Les conditions d'entrée sur le marché des PME semblent être plus assouplies, cela s'observe notamment dans l'absence d'exigences de bénéfices et de capital minimum. Malgré l'accès simplifié, ce marché n'était inauguré qu'après six ans, plus exactement en décembre 2018 avec la cotation de AOM Invest, société à capital mixte public-privé exerçante dans le secteur du tourisme. L'entrée en bourse de cette dernière a suscité l'attention des autres PME. Neuf lettres d'intention pour intégrer la bourse ont été adressées à la COSOB l'an 2019. Les PME candidates sont ALG appartenant au secteur agroalimentaire, S-five opérante dans le domaine de traitement des eaux usées, Nopal Algérie spécialisée en cosmétique, UFMATP en matériel de travaux publics, et Casbah en vinaigrerie. Les quatre restantes sont au stade de maturation selon les déclarations du président de COSOB Abdelhakim Berrah (2019). Cet intérêt accordé à l'entrée en bourse est le fruit des efforts de sensibilisation et de formation fournis par la COSOB et la SGVB auprès des PME et d'autres organismes concernés.

Selon le rapport annuel de 2020 de la COSOB, cette dernière a traité deux demandes d'introduction en bourse, il s'agit de deux PME qui ont déposé officiellement des demandes de visa pour une levée de fonds par appel public à l'épargne suivie d'introduction en bourse. Les demandes d'introduction en bourse sur le marché PME, concernent deux sociétés activant dans le secteur agro-alimentaire, il s'agit des sociétés : Casbah et viande de la vallée et qui envisagent de procéder à une levée de fonds dont les montants sont respectivement, de l'ordre de 600 et 440 millions de dinars.

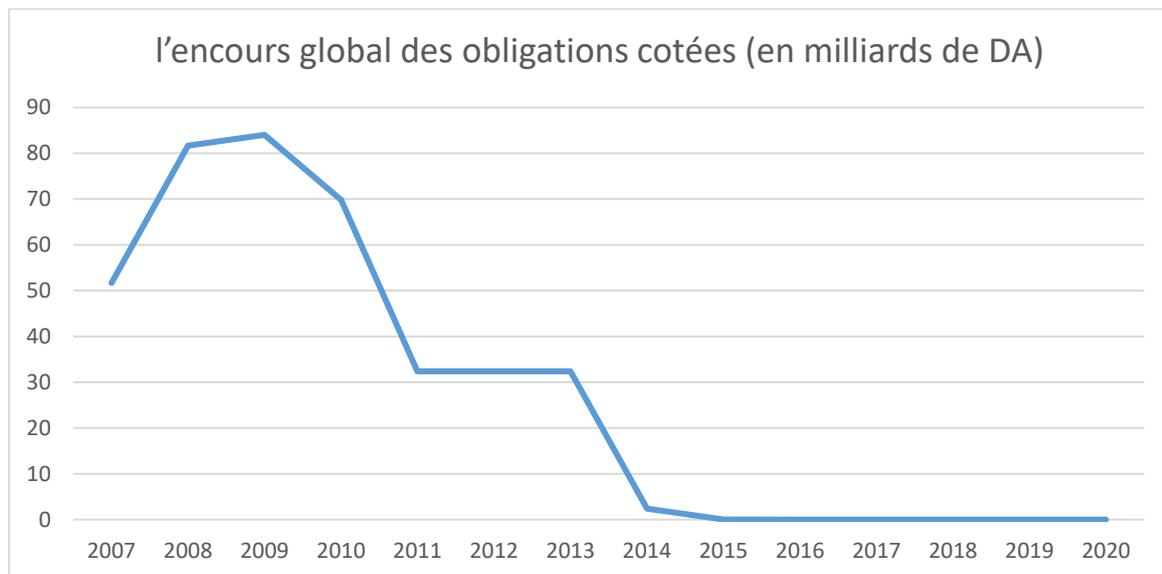
2.2.2.3.2 Le marché des titres de créance

Ce marché prend en considération tout type de titre de créance (les obligations, les obligations convertibles en titres de capital, les titres participatifs, ou tout autre bon donnant droit à des titres de capital). Il est scindé en deux compartiments, selon la nature de l'émetteur. Le compartiment obligataire qui représente les obligations émises par les entreprises, et le compartiment OAT consacré aux obligations de l'État.

Le marché des obligations constitue une véritable alternative pour les SPA afin d'obtenir des capitaux nécessaires au financement de leur développement. La condition principale ouvrant accès à ce marché est celle concernant l'encours des titres de créance pour lequel l'admission aux négociations en bourse est sollicitée, qui doit être au moins égal à 500 000 000 dinars le jour de l'introduction.

Le marché des obligations est actuellement inerte, et ce, depuis l'arrivée à échéance du titre Dahli en 2016. La dernière émission d'emprunt obligataire coté remonte à l'année 2009. Sur le marché obligataire, sont émises des obligations destinées aux institutionnels (hors bourse) et d'autres destinées au grand public et qui sont cotées. Depuis sa création jusqu'à 2003, un seul titre d'obligation coté émis par Sonatrach d'un montant de 12.5 milliards de dinars a été enregistré. L'introduction des titres de Sonelgaz et Algérie Telecom en 2005, 2006 respectivement a permis de rafraîchir ce compartiment (COSOB, 2006). L'évolution du marché primaire à partir de 2007 est illustrée dans la figure suivante.

Figure 2-5: Évolution de l'encours des obligations cotées

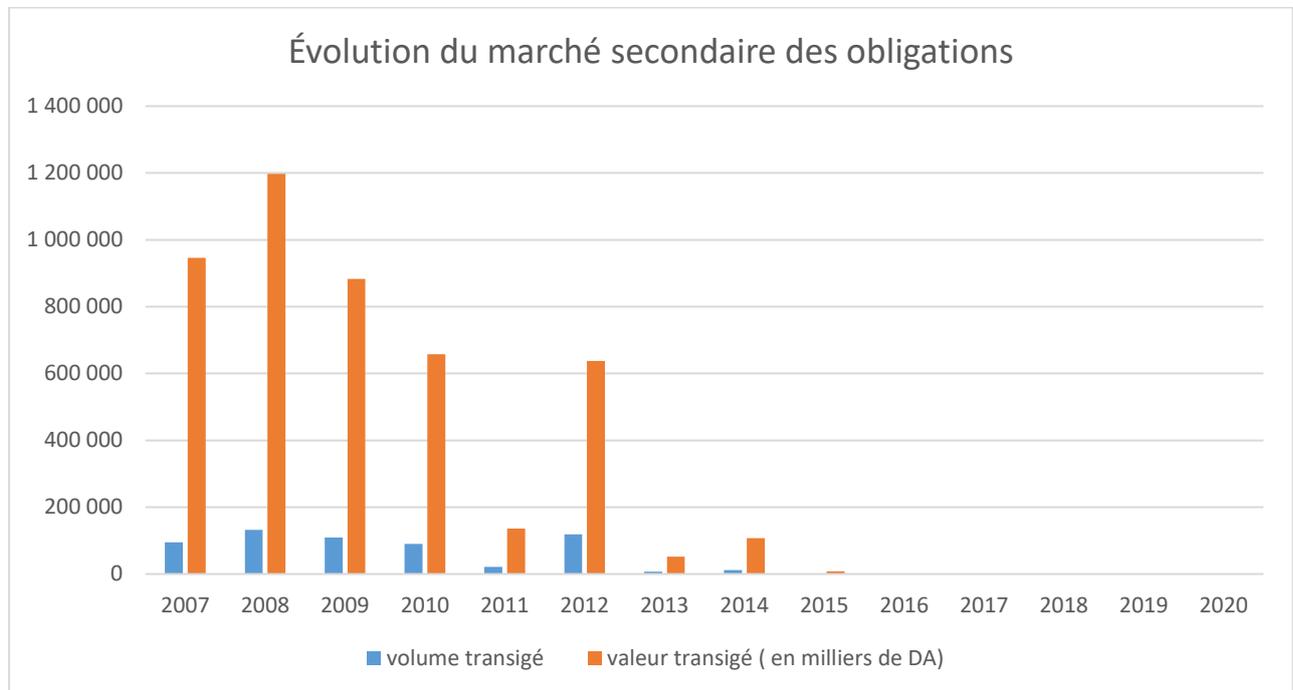


Source : Elaboration personnelle sur la base des rapports annuels de la SGBV et de la COSOB (2007-2020).

L'encours des obligations a atteint son sommet en 2008-2009, depuis il n'a pas cessé de baisser jusqu'à sa disparition l'an 2016. Cela est dû à l'arrivée à échéance progressive des titres déjà cotés, sans avoir enregistré de nouvelles introductions de titres d'obligations. Les raisons derrière ce ralentissement en termes d'émission d'obligations destinée au grand public restent difficiles à circonscrire.

Le marché secondaire à son tour a connu la même tendance baissière pour les mêmes raisons. Son évolution en valeur et en volume est exposée dans la figure ci-après.

Figure 2-6: Évolution du marché secondaire des obligations



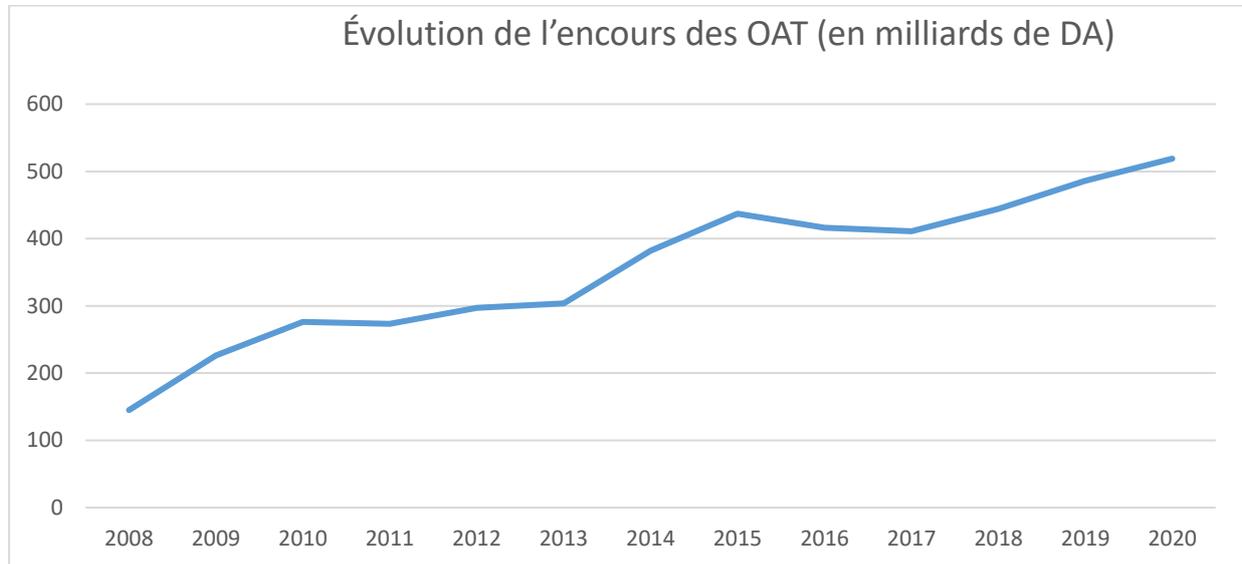
Source : Elaboration personnelle sur la base des rapports annuels de la SGBV et de la COSOB (2007-2020).

Le marché secondaire a connu en 2012 un rebond en matière de transactions effectuées en volume de 97 399 et en valeur de 501 043 550 dinars algériens, mais sans avoir de perspectives de développement, pour preuve, les mêmes indicateurs ont chuté les années suivantes.

Le second compartiment des titres de créances est le marché bloc OAT, créé en 2008. Ce marché est dédié aux Obligations Assimilables qui sont des titres de créance souverains émis par l'État Algérien à travers la Direction Générale du Trésor, visant à couvrir ses besoins financiers et de combler les déficits budgétaires. En 31/12/2019, ce marché a enregistré 29 lignes obligataires avec une valeur globale qui avoisine 486 milliards de dinars. Les Obligations Assimilables du Trésor sont regroupées en trois catégories selon leur maturité de 7, 10 ou 15 ans. Elles sont émises selon une technique d'enchère dénommée l'adjudication à la hollandaise, négociées et souscrites sur le compartiment primaire à concurrence de cinq séances par semaine via l'entremise des Intermédiaires en Opérations de Bourse et les compagnies d'assurances ayant le statut de spécialistes en valeurs du trésor agréés par la Direction Générale du Trésor.

L'évolution du marché primaire et secondaire de ce compartiment depuis sa création peut être visualisée dans les figures suivantes.

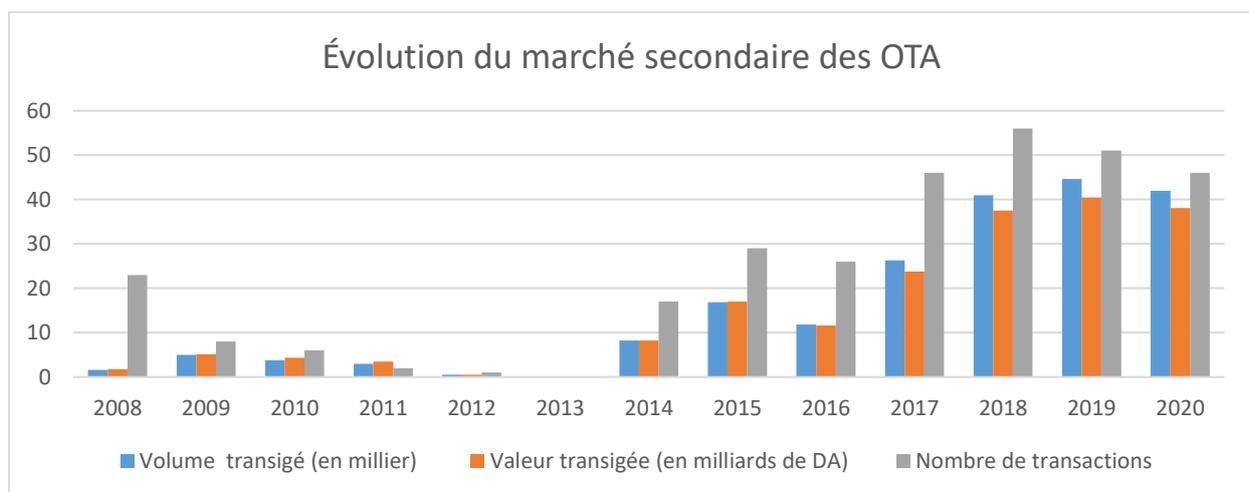
Figure 2-7: Évolution de l'encours des OAT



Source : Elaboration personnelle sur la base des rapports annuels de la SGBV et de la COSOB (2008-2020).

L'encours des OAT était généralement en hausse grâce à l'accroissement du nombre d'OAT inscrites à la cote au fil des années, à l'exception de deux reculs marqués de 4.82 % et 1.23 % en 2016, 2017 respectivement suite à l'arrivée à échéance de deux lignes d'OAT.

Figure 2-8: Évolution du marché secondaire des OAT



Source : Elaboration personnelle sur la base des rapports annuels de la SGBV et de la COSOB (2008-2020).

Les données du marché secondaire ont fluctué au fil des années. La valeur, le volume et le nombre de transactions ont connu une tendance baissière depuis 2009 jusqu'à 2013, qui n'a enregistré aucun mouvement. Un certain dynamisme a marqué la période 2014-2016 pour atteindre en 2017 une tendance haussière accélérée. Cela est probablement lié à la chute de la liquidité bancaire au cours de ces dernières années. Ce marché domine la place boursière algérienne. Les rapports de la SGBV montrent que sa part de la valeur globale transigée est de 98.74 %; 98.91 %; 99.39 %; 99.77 % pour les années 2017, 2018, 2019, 2020 respectivement.

2.2.2.4 Les obstacles au développement du marché financier algérien

Le marché financier algérien est caractérisé par sa présence très timide dans la sphère financière durant ses vingt ans d'activité. Ce dernier semble souffrir de plusieurs éléments qui constituent de véritables freins à son développement et qui l'éloignent d'exercer sa fonction principale, celle du financement de l'économie nationale. Ces contraintes sont d'origines et de conséquences divergentes, elles peuvent être liées au climat des affaires, à la culture et aux pratiques de gestion au sein des entreprises, mais aussi au marché lui-même, ses intervenants et son organisation.

L'environnement des affaires interagit d'une façon inévitable avec le marché financier et exerce une influence pesante sur son fonctionnement. D'ailleurs, ce dernier est né en réponse aux exigences de cet environnement caractérisé à l'époque par une crise qui a frappé tous les échelons de la vie politique, économique et sociale. Le climat des affaires actuel en Algérie est généralement défavorable et constitue la contrainte principale au développement du marché financier car il décourage les investisseurs nationaux et internationaux. En effet, ce dernier se caractérise par une lourde bureaucratie, une faible gouvernance globale et une stabilité économique artificielle assurée par le secteur des hydrocarbures qui, en moyenne, sur la période 2004-2018 a représenté 96 % des exportations, 43 % des recettes fiscales et 21 % du PIB (Direction Générale du Trésor Français, 2020). En outre, l'économie informelle en Algérie est très pesante. Elle contribue à hauteur de 50-60 % au Produit Intérieur Brut (PIB), selon le rapport du Département suisse fédéral des affaires étrangères (2020). Une des conséquences de cette situation se manifeste par les classements défavorables de l'Algérie en matière du risque pays. Dans ce sens, la Compagnie Française d'Assurances pour le Commerce Extérieur (COFACE, 2019) classe l'Algérie dans la catégorie C, dédiée aux pays à risque élevé. Tous ces éléments et autres pénalisent l'investissement productif et expliquent la léthargie du marché financier algérien.

En matière de privatisation, qui constitue un levier de croissance pour le marché boursier si cette dernière s'effectue en son sein, un processus ambitieux de privatisation a été mis en place

par le gouvernement algérien depuis le choc pétrolier, qui a nécessité des réformes structurelles profondes et des plans d'assainissements financiers afin de remédier aux problèmes des entreprises publiques déficitaires. Ce processus a été volontairement suspendu au moyen de la loi de finances complémentaire de l'année 2009. Depuis, les entreprises publiques sont engagées dans des partenariats public-privé à l'échelle nationale, voire internationales, en respectant la règle 49-51 %. Le bilan de cette privatisation durant toute sa période (2001-2008) a enregistré uniquement 464 opérations dont 211 sont totales, 47 partielles, 76 entreprises reprises par les salariés, 38 joint-ventures et 92 cessions d'actifs isolés (Bendiff, 2008). Ces chiffres ne sont pas convaincants vu le nombre des Entreprise Publique Economique (EPE) existantes qui avoisine 1 200. Ceci montre clairement la lourdeur et la lenteur du processus de privatisation qui n'a pas pu trouver une issue définitive. En outre, ce choix stratégique de privatisation s'est effectué hors bourse par appel d'offre ou sur le marché de gré à gré, ce qui a privé la place boursière algérienne d'une réelle opportunité de développement.

Par ailleurs, les attitudes culturelles des différents acteurs économiques, notamment des entreprises représentent un autre facteur de l'inertie du marché financier. En effet, la majorité des entreprises algériennes se caractérisent par une absence d'une culture managériale, de risque et d'opportunité financière à saisir notamment dans le domaine boursier. Les statistiques indiquent que plus de 90 % des entreprises privées algériennes sont familiales et ne possèdent même pas un management stratégique, et 85 % d'entreprises du secteur public ou privé ne maîtrisent pas les nouvelles technologies d'information (Mebtoul, 2015). L'opacité et la faiblesse des managements stratégiques liés à la faiblesse de la gouvernance globale ne militent donc pas pour une dynamisation du marché boursier. L'intégration en bourse nécessite la clarté et la transparence reflétée par une comptabilité conforme suivie par des actions d'audits pour révéler les anomalies, alors qu'une culture d'opacité et de peur de la transparence règne dans les entreprises tant publiques que privées pour des raisons de défaillances d'ordre comptable, d'évasion fiscale ou encore de concurrence. L'absence d'une culture boursière est due principalement à l'absence d'une stratégie de communication et de vulgarisation des pratiques boursières ainsi qu'une stratégie marketing permettant la promotion des produits du marché boursier. Depuis sa création, aucun programme ou chaîne télévisée n'est consacrée à la bourse.

Le marché financier peine également de certaines défaillances liées à son organisation, réglementation, et ses intervenants qui constituent de sérieux freins à son efficacité et sa croissance. À cet égard, les conditions d'accès au marché boursier sont très contraignantes à un nombre important d'entreprises notamment pour celles n'ayant pas le statut d'une SPA sachant que le tissu économique algérien est prédominé par les SARL à 52.11 % et les EURL à 35.64 %

suivi par les SPA à un pourcentage de 5.70 %, selon les statistiques du Centre National du Registre du Commerce (CNRC, 2019). Plusieurs reproches de manque de professionnalisme ont été dressés aux IOB qui sont à 91 % des banques qui exercent le métier d'intermédiation boursière à titre marginal, et qui elles-mêmes favorisent le financement de bas du bilan. Leur contribution à l'animation du marché financier est jugée très faible. Cela s'observe dans l'absence des points de bourse au sein de leurs agences, à l'exception de la BADR qui a pris cette initiative en 2016. Slim Othmani, le président du conseil d'administration de l'entreprise NCA-Rouiba a mis le point, lors d'une conférence de presse sur un élément très essentiel qui est la nécessité de motivation et de rémunération des IOB (Rabhi, 2015), il a évoqué que ces derniers n'exercent pas convenablement leur mission de promotion du titre faute de motivation et non pas d'incompétence. Il a rajouté « *le mode de fonctionnement de la bourse d'Alger encourage la décote des titres et non la performance* ».

Malgré tous ces dysfonctionnements, il ne faut pas omettre les efforts fournis notamment par la COSOB et la SGBV afin de résoudre les problèmes qui étaient pendant longtemps des véritables contraintes, à l'instar de la diversification des produits proposés et l'intention d'introduction de produits islamiques comme réponse aux contraintes liées à la religion, d'autres mesures de modernisation grâce à la collaboration entre la COSOB, la SGBV et le ministère des finances s'appêtent à être mise en place telles que l'installation d'une plateforme électronique digitale de passation d'achats et de ventes, un « FinLab » de la place financière, et un laboratoire de « Fintechs », consacré au développement de l'innovation dans le marché financier, les banques et les assurances, selon les déclarations du président de la COSOB en juin 2019.

En réaction à l'absence d'une culture financière, la COSOB et la SGBV ont organisé ces dernières années des séminaires, des colloques et des formations professionnelles dans le but de vulgariser les mécanismes liés au marché financier et les pratiques boursières. La COSOB a même signé des conventions avec des écoles de commerce et des universités pour des programmes spécialisés en ingénierie financière (la Faculté des Sciences Économiques, Sciences Commerciales et Sciences de Gestion – Université d'Alger 3 en 2017, l'École des Hautes Etudes Commerciales et l'École Supérieure du Commerce d'Alger en 2018...).

L'international et l'ouverture à l'investissement étranger étaient pendant longtemps un lourd problème, d'ailleurs, il persiste toujours, mais d'une façon allégée avec la signature du Multilateral Memorandum of Understanding (MMoU), entre la COSOB et l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV) après avoir retiré l'Algérie de sa liste grise, et

ce, en mai 2019. Cette coopération permettra d'ouvrir des perspectives au développement de la place boursière algérienne.

Cependant, la dynamisation du marché boursier dépasse ces actions techniques prises en son sein, mais elle nécessite de véritables réformes permettant de transformer l'environnement des affaires algérien en un contexte plus transparent, favorable à l'investissement, et apte à surmonter la crise de confiance entre les différents acteurs du marché.

Après avoir exposé le marché financier algérien, et compte tenu de sa taille et de son volume d'activité insignifiant par rapport à l'économie nationale, il est logique de le radier de l'ensemble des mécanismes de gouvernance ayant pour objectif de discipliner les dirigeants.

Conclusion de la première partie

L'objectif de cette partie de notre recherche était double, elle visait à exposer le cadre théorique relatif aux mécanismes de gouvernance analysés dans cette étude (le conseil d'administration et la structure du capital), et à présenter l'environnement financier et l'état de la gouvernance d'entreprise en Algérie, contexte de la présente recherche, et ce, pour identifier les théories adéquates aux spécificités du contexte algérien et les mobiliser dans la formulation des hypothèses qui seront détaillées dans la prochaine partie.

Cette partie a exposé les trois principales théories de la gouvernance qui s'intéressent au conseil d'administration, à savoir : la théorie de l'agence, la théorie de l'intendance et la théorie de la dépendance envers les ressources. Chacune de ces théories accorde au conseil d'administration un rôle principal (contrôle, service et accompagnement stratégique). Les meilleures caractéristiques du conseil d'administration (la structure et la composition) sont celles qui renforcent les rôles du conseil d'administration et améliorent son efficacité et donc la performance de l'entreprise.

Cette partie a également présenté un survol des principales théories de la structure du capital, commençant par la théorie de neutralité de Modigliani et Miller en 1958 conçue sur la base des conditions d'un marché parfait. Avec l'insertion des différentes imperfections du marché, plusieurs théories ont été développées. La théorie des compromis et la théorie de l'agence s'accordent sur l'existence d'une structure de capital optimale obtenue par arbitrage entre les avantages de l'endettement et ses coûts. La théorie du signal considère l'endettement comme un bon signal de la performance des entreprises. Quant à la théorie du financement hiérarchique, elle propose une hiérarchisation des sources de financement en se basant sur le niveau d'asymétrie d'information. Selon cette théorie, les coûts sont moindres pour l'autofinancement, un peu élevés pour la dette et plus élevés pour l'émission des actions.

À travers la présentation de l'état de la gouvernance et l'environnement financier de l'entreprise algérienne, cette partie nous a permis d'identifier les principales caractéristiques de ce contexte, à savoir : l'absence d'un véritable marché financier et une forte contribution du système bancaire (dominé par les banques publiques) dans le financement de l'économie nationale. En ce qui concerne la structure de propriété, cette dernière est fortement concentrée soit entre les mains de l'Etat, actionnaire unique ou entre les mains des familles. Quant aux droits des actionnaires minoritaires, ces derniers sont faiblement protégés dans ce contexte.

Deuxième partie : Analyse empirique des relations entre les caractéristiques du conseil d'administration, la structure du capital et la performance financière des entreprises algériennes

« Pour parvenir à un résultat valable, on doit s'adapter à son milieu. Si ledit milieu est radicalement différent de celui d'autrui, la méthode d'adaptation doit être également différente »

Eric Frank Russell (1987)

L'objectif de cette partie consiste à tester empiriquement les relations entre les caractéristiques du conseil d'administration, la structure du capital et la performance financière des entreprises algériennes en utilisant un panel de 120 entreprises privées sur la période 2015 à 2019. En se basant sur le cadre théorique ainsi que les spécificités de l'environnement des affaires algérien exposés dans la première partie, nous formulons dans cette partie les hypothèses de recherches et nous précisons la méthodologie adoptée pour tester leur validité, et enfin, nous présentons et discutons les résultats obtenus.

Cette partie est composée de deux chapitres (chapitres 3 et 4). Le chapitre 3 présente dans sa première section, le cadre conceptuel de la recherche ainsi que les hypothèses à vérifier dans cette étude. Il expose dans sa seconde section la posture épistémologique et la méthodologie de recherche adoptée. Ce chapitre décrit en détail l'échantillon de l'étude, la source des données, l'opérationnalisation des variables liées au conseil d'administration, à la structure du capital, à la performance de l'entreprise et aux spécificités de l'entreprise. Il précise également les modèles de recherche ainsi que la méthode d'analyse de données.

Quant au chapitre 4, ce dernier est consacré à la présentation et la discussion des résultats obtenus. Sa première section comporte un diagnostic préliminaire des données, les résultats de l'analyse multivariée et des tests de robustesses des résultats. La seconde section de ce chapitre discute les résultats de toutes les relations analysées dans cette étude et vérifie la validité des hypothèses de recherche.

Chapitre 3 : Hypothèses et méthodologie de la recherche

« On fait la science avec des faits comme une maison avec des pierres, mais une accumulation de faits n'est pas plus une science qu'un tas de pierres n'est une maison »

Henri Poincaré (1902)

L'objectif du présent chapitre est d'exposer les hypothèses de recherche, l'épistémologie et la démarche méthodologique adoptées dans cette étude. Ce chapitre comporte deux sections. La première présente le cadre conceptuel et les hypothèses de recherche concernant les relations directes entre les caractéristiques du conseil d'administration, la structure du capital et la performance financière ainsi que celles liées à l'existence d'une potentielle médiation ou modération dans ces relations. Le développement des hypothèses repose sur une approche multi-théories discutée préalablement dans les deux premiers chapitres. Cette approche est basée principalement sur la théorie de la dépendance envers les ressources, la théorie de l'intendance, la théorie de l'agence et la théorie du financement hiérarchique. Cette dernière est complétée par un cadre théorique élargi qui comporte la théorie des compromis et la théorie du signal, et ce, afin de fournir une explication complète de toutes les relations examinées dans cette recherche. La formulation des hypothèses prend en considération les caractéristiques uniques de l'environnement des affaires algérien qui peuvent exercer un impact direct sur les pratiques et les mécanismes de gouvernance des entreprises. En effet, les facteurs environnementaux de ce contexte, notamment l'état embryonnaire du marché financier et la domination du secteur bancaire par les banques publiques peuvent renforcer l'efficacité de certains mécanismes tels que le conseil d'administration et rendre d'autres tels que la structure du capital comme des substituts efficaces aux mécanismes de gouvernance externes.

La seconde section de ce chapitre a pour objectif de préciser et justifier la posture épistémologique ainsi que la démarche empirique adoptées. Elle présente l'échantillon sélectionné, la source des données utilisées, les modèles de recherche, les variables et les méthodes d'analyse des données appliquées dans cette étude.

3.1 Cadre conceptuel et développement des hypothèses

L'objectif de cette section est de présenter le cadre conceptuel adopté dans notre recherche et de formuler les hypothèses permettant de répondre à notre problématique de recherche. Ces hypothèses sont développées à partir de la revue de littérature et du cadre théorique présentés dans les deux premiers chapitres.

3.1.1 Cadre conceptuel de la recherche

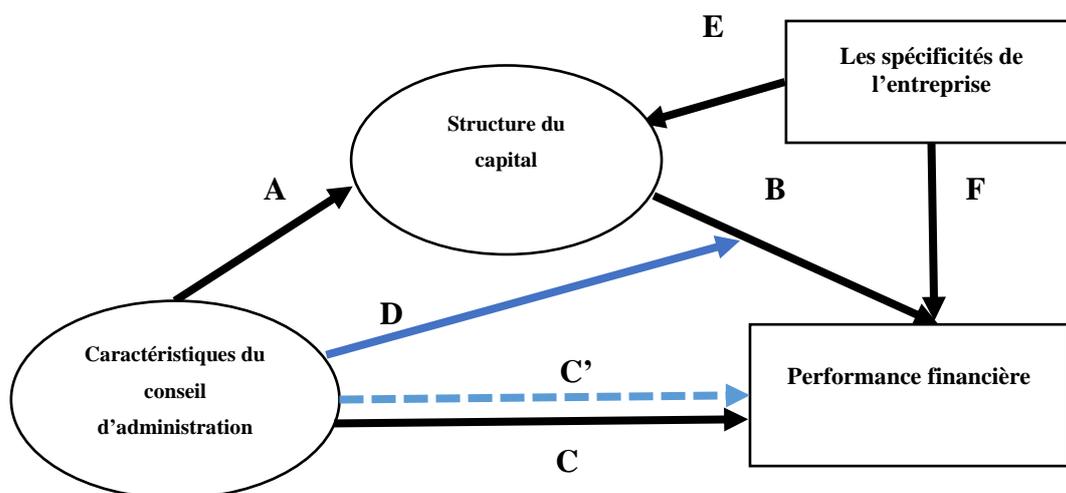
L'objectif de notre thèse est d'analyser deux mécanismes de gouvernance, à savoir le conseil d'administration et la structure du capital et leur impact sur la performance financière des entreprises algériennes. Nous analysons dans un premier lieu l'impact direct de ces deux mécanismes sur la performance financière. Nous examinons ensuite la relation entre ces deux mécanismes et nous testons l'existence d'une potentielle relation de médiation ou de modération. La majorité des études empiriques se sont intéressées aux relations directes entre les mécanismes de gouvernance et la performance. Rare sont les études qui ont pris en considération la possibilité d'une médiation ou d'une modération de la structure du capital ou des caractéristiques du conseil d'administration lors de l'analyse de leur impact conjoint sur la performance des entreprises. À notre connaissance, notre étude est la première de son genre en Algérie vu qu'elle analyse conjointement le lien entre le conseil d'administration, la structure du capital et la performance financière alors que la plupart des études précédentes les analysent indépendamment.

Notre cadre conceptuel suggère que la performance financière de l'entreprise est dépendante de la structure et la composition de son conseil d'administration qui occupe une place prépondérante dans la gouvernance d'entreprise. Ce dernier permet de discipliner les dirigeants mais aussi d'apporter les expériences et les compétences nécessaires pour une bonne prise de décision. La décision de financement est l'une des décisions prises par le conseil d'administration et qui peut à son tour jouer un rôle disciplinaire et contribuer à la réduction des conflits d'agence et à l'amélioration de la performance de l'entreprise. Le cadre conceptuel adopté tente de capturer les spécificités de l'environnement algérien liées au conseil d'administration et la façon dont il pourrait influencer la structure du capital et par conséquent influencer la performance financière.

Le cadre conceptuel développé dans cette thèse (voir la Figure 3-1) illustre les relations entre le conseil d'administration, la structure du capital et la performance de l'entreprise à examiner dans le cadre de notre recherche. En se basant sur le cadre théorique présenté dans les deux premiers chapitres, notre cadre conceptuel suppose que les caractéristiques du conseil d'administration d'une entreprise exercent une influence directe sur sa structure du capital (voir la flèche A) qui à son tour impacte directement la performance financière (voir la flèche B). Les

caractéristiques du conseil d'administration ont également un impact direct sur la performance financière (voir flèche C) et un impact indirect dû à une médiation potentielle de la structure du capital (voir la flèche C'). En outre, l'interaction entre les caractéristiques du conseil d'administration et la structure du capital peut affecter la relation entre cette dernière et la performance financière (voir la flèche D). Notre cadre conceptuel prend en compte les spécificités de l'entreprise qui peuvent influencer la structure du capital (voir la flèche E) ainsi que la performance de l'entreprise (voir la flèche F). La figure ci-dessous présente notre cadre conceptuel :

Figure 3-1 : Cadre conceptuel de la recherche



3.1.2 Développement des hypothèses

L'objectif principal de cette recherche consiste à analyser les liens entre certains mécanismes de gouvernance et la performance des entreprises algériennes. Les hypothèses formulées dans le cadre de cette recherche se basent sur le cadre théorique exposé dans les deux premiers chapitres (plus particulièrement la théorie de la dépendance envers les ressources, la théorie de l'intendance, la théorie de l'agence et la théorie du financement hiérarchique). Néanmoins, il est intéressant de signaler que les avancées récentes dans la littérature sur la gouvernance d'entreprise montrent empiriquement que la théorie institutionnelle complète ce cadre théorique en termes d'efficacité des mécanismes de gouvernance. En d'autres termes, l'efficacité de ces mécanismes est influencée par un ensemble de facteurs institutionnels complexes qui se situent au-delà des frontières organisationnelles de l'entreprise et qui ont tendance à différer d'un pays à l'autre (Filatotchev et al., 2013).

Cette théorie met en exergue qu'une institution est contrainte par son environnement social, politique, économique, légal, technologique auquel elle se conforme pour garantir sa légitimité et

sa pérennité. Selon l'approche institutionnaliste, les entreprises sont gouvernées par le principe d'isomorphisme, c'est-à-dire la tendance ou la propension des entreprises confrontées au même ensemble de conditions environnementales à adopter des structures organisationnelles et des pratiques managériales identiques ou similaires. DiMaggio et Powell (1983) identifient trois formes d'isomorphisme à savoir l'isomorphisme coercitif, mimétique et normatif. Ils supposent que les institutions adoptent des pratiques et des règles différentes en raison de ces différents types de pressions. Les pressions coercitives sont souvent exercées par des actions gouvernementales. L'isomorphisme mimétique reflète le fait que les organisations ont tendance à imiter les cadres des organisations les plus talentueuses même lorsque le lien entre le succès et le cadre n'est pas établi. L'isomorphisme normatif révèle que les activités des organisations deviennent légitimes lorsqu'elles sont culturellement soutenues. L'isomorphisme normatif comprend l'éducation, l'expérience et la professionnalisation d'un groupe.

Encadrée dans un réseau de relations à la fois contraignant et habilitant, l'entreprise crée et utilise son conseil d'administration pour s'adapter et se conformer aux forces institutionnelles, et ce, pour être légitime et efficace. L'approche institutionnelle permet de comprendre l'interdépendance entre les mécanismes de gouvernance et les environnements organisationnels et institutionnels dans lesquels ces pratiques sont menées. Ce point de vue implique que les mécanismes de gouvernance n'ont pas d'effets directs et linéaires sur la performance. Au contraire, ces effets sur la performance dépendent d'un certain nombre de facteurs au niveau de l'entreprise et macro-institutionnels qui ne sont pas pris en compte dans la grande majorité des études. Pour mieux comprendre l'efficacité de la gouvernance, il est pertinent de se concentrer sur la manière dont les divers mécanismes de gouvernance se combinent efficacement les uns aux autres. Cette étude vise à vérifier si les mécanismes de gouvernance qui ont prouvé leur efficacité dans d'autres contextes sont valables dans le contexte algérien qui se caractérise par un environnement des affaires différent de ceux des études précédentes réalisées dans d'autres contextes.

Dans ce qui suit, nous exposons les différentes hypothèses développées sur la base du cadre théorique mobilisé en tenant compte des spécificités du contexte algérien.

3.1.2.1 Les hypothèses relatives à la structure du capital

La relation entre la structure du capital et la valeur de la firme est l'une des principales questions de la finance d'entreprise. Comme mentionné dans le second chapitre, cette relation a fait l'objet de nombreuses études. La majorité de ces travaux prennent la thèse de neutralité de Modigliani et Miller (1958) comme un point de départ. Cette thèse stipule que dans un marché parfait dans lequel il n'existe ni impôt sur les personnes ni sur les sociétés ni coûts de transaction,

ni coûts de faillite, la structure du capital n'a aucun impact sur la valeur de la firme. Suites aux nombreuses critiques relatives au postulat de la perfection du marché et afin de se rapprocher des conditions réelles du marché, Modigliani et Miller (1963) ont procédé à une modification de leur théorème en insérant la fiscalité sur les sociétés. Désormais, la dette a une incidence positive sur la valeur de la firme grâce aux économies d'impôt liés à la dette. Cet avantage serait neutralisé en intégrant l'imposition sur les personnes physiques (Miller, 1977).

L'insertion d'autres imperfections du marché a donné lieu à de nombreuses théories. D'abord, la théorie du compromis qui reconnaît l'existence d'une structure du capital optimale obtenue par arbitrage entre les avantages des économies d'impôts liés à la dette et les coûts de faillite liés à une éventuelle banqueroute à cause de l'augmentation du risque financier suite au recours excessif à la dette. Dans ce sens, Kraus et Litzenberger (1973) reconnaissent une relation non linéaire entre l'effet de levier et la performance et soutiennent l'existence d'une structure du capital optimale.

L'intégration de l'asymétrie d'information dans l'analyse de la relation entre la structure du capital et la performance a donné naissance à la théorie du signal qui estime que l'endettement est un outil de signalisation de la vraie valeur de la firme aux partenaires extérieures. Selon Ross (1977), un niveau élevé de la dette est un bon signal sur la performance de la firme car il indique que cette dernière est capable de faire face à ces engagements. En partant de cette théorie, Myers (1984) et Myers et Majluf (1984) ont proposé la théorie du financement hiérarchique qui suppose que les entreprises préfèrent recourir, dans un premier temps au financement interne (l'autofinancement) puis à l'endettement (de la dette sans risque à la dette risquée) et enfin à l'augmentation du capital. En effet, l'asymétrie d'information qui existe entre les gestionnaires et les investisseurs peut augmenter les coûts de sélection adverse (Frank & Goyal, 2009) du fait que les gestionnaires détiennent plus d'informations que les nouveaux investisseurs et agissent en faveur des anciens actionnaires. L'autofinancement est donc moins coûteux que le financement externe qui nécessite la transmission de signaux coûteux aux partenaires potentiels.

Jensen et Meckling (1976) et Jensen (1986) ont également soutenu l'existence d'une asymétrie d'information ainsi que des conflits d'intérêts entre dirigeants, actionnaires et créanciers, et ont proposé la théorie de l'agence. Selon cette théorie la structure du capital optimale qui maximise la valeur de la firme est celle qui contribue à minimiser les coûts d'agence totaux. En effet, les coûts d'agence se subdivisent en deux types : les coûts d'agence des capitaux propres et les coûts d'agence de la dette (Jensen & Meckling, 1976). Les coûts d'agence des capitaux propres sont dus aux conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants. Ces derniers sont supposés être opportunistes et tentent à atteindre leurs objectifs personnels au lieu de maximiser

la valeur de la firme et la richesse des actionnaires. Les libres cash flows, à titre d'exemple peuvent inciter le dirigeant à investir dans des projets non rentables mais bénéfiques pour sa fonction d'utilité personnelle. Le recours à la dette oblige le dirigeant à investir dans des projets rentables afin de créer des flux de trésorerie pour payer les intérêts de la dette (Jensen, 1986). La dette est donc un mécanisme efficace permettant d'atténuer les conflits d'intérêt entre les actionnaires et les dirigeants et de réduire les coûts d'agence liés aux capitaux propres, ce qui peut impacter positivement la valeur de la firme. D'un autre côté, le financement par dette entraîne des coûts d'agence dus aux conflits d'intérêts entre les créanciers et les actionnaires car ces derniers peuvent investir d'une manière sous-optimale (Harris & Raviv, 1988). Cette situation conduit les créanciers à exiger des taux d'intérêt plus élevés pour compenser le risque plus élevé de liquidation ou de sous-investissement (Myers, 1977), ce qui peut influencer négativement la valeur de la firme. Ces deux effets inversés de la dette sur la valeur de la firme prouvent l'existence d'une structure du capital optimale obtenue dès l'instant où les coûts d'agence sont minimaux.

Sur le plan empirique, les travaux sur la relation entre la structure du capital et la performance de l'entreprise affichent des résultats mitigés. Les études de Nickell et Nicolitsas (1999); Gill et al. (2011); Hossain et al. (2019) ont constaté un impact positif de l'endettement sur la performance de l'entreprise. Cependant, Majumdar et Chhibber (1999); Zeitun et Tian (2007); Amraoui et al. (2017); Nenu et al. (2018) ont abouti à une relation négative. Quant à Cheng et al. (2010), son étude a signalé une relation non linéaire entre l'endettement et la performance.

Cependant, la dette n'est pas une composante homogène, elle doit être donc appréhendée en tenant compte de ses différentes caractéristiques notamment sa maturité. La littérature financière soutient que la dette à court terme est un moyen de contrôle efficace qui permet de réduire les coûts d'agence. Selon Myers (1977), la dette à court terme joue un rôle important dans l'atténuation des conflits d'agence entre les créanciers et les actionnaires concernant les problèmes de sous-investissement notamment dans les entreprises à fortes opportunités de croissance. En effet, la dette à court terme permet à ces entreprises de rembourser la dette avant l'exécution totale des opportunités d'investissements, et donc de capturer finalement toute la rentabilité résiduelle générée par ces investissements. La dette à court terme permet également de réduire les coûts d'agence associés à la substitution d'actifs, du fait que les actionnaires d'une entreprise émettant des titres de créance à court terme ne sont généralement pas incités à augmenter le risque de l'entreprise. Par conséquent, les créanciers n'auront pas besoin de se protéger en exigeant des taux d'intérêts plus élevés, et les actionnaires en bénéficieront (Leland & Toft, 1996). De plus, la dette à court terme permet aux créanciers de surveiller plus efficacement les dirigeants avec un minimum d'effort (Rajan & Winton, 1995). Ces derniers seront souvent sous pression de

refinancement, la raison pour laquelle ils préfèrent les dettes à long terme qui leur permet de s'affranchir du contrôle extérieur à court terme et de s'octroyer une marge de manœuvre considérable et durable.

D'un autre côté, Hart et Moore (1995) ont mis l'accent sur l'avantage de la dette à long terme dans le contrôle de la capacité des dirigeants à financer les investissements futurs. Selon ces auteurs la dette à courte échéance offre aux dirigeants la flexibilité d'utiliser les actifs pour poursuivre leur objectif de construction d'un empire. Par conséquent, seule la dette à long terme est efficace pour empêcher les dirigeants à investir dans des projets non rentables et limiter leur capacité à construire un empire. La dette à long terme peut également dans certaines situations, réduire les problèmes de sélection adverse (et donc les coûts de transaction) existant entre l'entreprise et ses créanciers. Selon Goswami (2000), dans une situation où l'entreprise dispose d'une information privée sur la durée de son cash-flow et sur la maturité de ses actifs que les créanciers n'en ont qu'une distribution de probabilité, ces derniers réagissent à toute émission des titres de dette par une tarification incorrecte, synonyme de coûts de transaction pour l'entreprise. Dans ce cas, l'émission des titres des dettes de maturité longue est plus efficace pour minimiser les problèmes de sélection adverse et réduire les coûts de transaction. Selon le modèle de Diamond (1991), le choix de la maturité de la dette dépend du niveau de risque. Les entreprises à faible risque choisissent les dettes à court terme à des taux d'intérêt moins élevés, en raison de leur certitude du renouvellement à l'échéance et les entreprises à risque élevé préfèrent les dettes à long terme à des taux d'intérêt plus élevés, afin de minimiser le risque de liquidité.

La relation entre la structure du capital (niveau de l'endettement ou maturité de la dette) et la performance des entreprises ne fait pas l'unanimité ni sur le plan théorique ni empirique. Pour prédire cette relation dans le contexte algérien, nous devons tenir compte des particularités de ce contexte où la majorité des entreprises sont des PME familiales non cotées rencontrant généralement des difficultés à accéder à des financements externes. Ces dernières préfèrent donc le financement interne par rapport au financement externe conformément à la théorie du financement hiérarchique. En effet, la relation entre les banques et ce genre d'entreprises est caractérisée par une méfiance réciproque. Les banques jugent souvent les projets présentés par les PME comme projets à haut risque et les PME estiment que les banques surévaluent le risque de leurs projets et leur imposent des primes de risque trop élevées qui renchérissent le coût de l'emprunt. En outre, la majorité des études empiriques sur les entreprises algériennes ont confirmé l'existence d'une relation négative entre l'endettement total et la performance financière (Chadlia & Azouaou, 2015; Belkacemi, 2019). En ce qui concerne la maturité de la dette, nous supposons également qu'elle impacte négativement la performance. En effet, dans une telle situation où les

asymétries d'informations sont importantes, c'est plutôt la dette à court terme qui sera favorisée car elle représente la source de financement externe la moins sujette aux asymétries d'informations (Myers, 1984). En outre, cette dernière agit comme un mécanisme de contrôle des dirigeants et réduit les conflits d'agence entre actionnaires, dirigeants et créanciers.

H1 : La structure du capital est négativement associée à la performance des entreprises algériennes

3.1.2.2 Les hypothèses relatives aux caractéristiques du conseil d'administration

Les caractéristiques du conseil d'administration occupent une place importante dans la littérature sur la gouvernance d'entreprise. Plusieurs théories ont abordé son impact sur la performance financière (la théorie de l'agence, la théorie de l'intendance et la théorie de la dépendance envers les ressources). Afin d'expliquer cette relation chacune de ces théories s'est basée sur un mode de raisonnement différent de l'autre.

3.1.2.2.1 La taille du conseil d'administration

La théorie de l'agence suppose qu'une petite taille du conseil d'administration contribue à l'amélioration de la performance de l'entreprise. La taille exerce une influence sur l'étendue de la surveillance, du contrôle et de la prise de décision (Haniffa & Hudaib, 2006). Les conseils d'administration de taille importante sont considérés comme moins efficaces que les petits conseils (Jensen, 1993; Lipton & Lorsch, 1992). En effet, la grande taille entraîne une augmentation des coûts d'agence notamment ceux liés au problème d'un passager clandestin (free-rider) qui tentera d'extraire des bénéfices privés du fait de sa position sans assumer sa fonction de contrôle du dirigeant, ce qui rend ce genre de conseil symbolique et loin de participer au management de l'entreprise (Hermalin & Weisbach, 2000). Selon Ould Daoud Ellili (2007), un administrateur supplémentaire permet de renforcer le contrôle car il sera plus difficile au dirigeant d'obtenir un consensus ou prendre une décision qui peut nuire à la richesse des actionnaires, mais cet avantage est contrecarré par le ralentissement du processus de prise de décision qu'il engendre.

Contrairement à la théorie de l'agence qui se base dans son raisonnement sur l'approche disciplinaire, la théorie de la dépendance envers les ressources met l'accent sur la diversification des compétences et des expériences des administrateurs, et suggère qu'une taille importante du conseil d'administration est un moyen d'amélioration de la performance de l'entreprise. En effet, selon cette théorie, plus la taille du conseil est grande, plus il dispose des compétences et des expériences diversifiées permettant de prendre les meilleures décisions (Dalton et al., 1999). Pour cela, les entreprises complexes, comme celles qui sont diversifiées, grandes ou dépendante du financement par dette font appel à des conseils d'administration plus importants (Coles et al., 2008). En outre, les grands conseils d'administration augmentent les chances des parties prenantes

d'être mieux représentées au sein du conseil d'administration de l'entreprise (Pfeffer, 1973; Ntim & Soobaroyen, 2013). Ils fournissent également des contrats commerciaux utiles, qui aident à renforcer la relation entre l'entreprise et son environnement (Pearce & Zahra, 1992).

Toutefois, les avantages qu'offrent les conseils d'administration de taille importante peuvent être atténués par les problèmes de communication et de coordination qui peuvent surgir entre les administrateurs (Lane et al., 2006; Guest, 2009). Dans cette perspective, certains chercheurs supposent l'existence d'une taille optimale du conseil d'administration qui permet à la fois de bénéficier des avantages de la grande taille et de surmonter les problèmes de coordinations associés sans aboutir toutefois à un véritable consensus. Yermack (1996) suggère qu'une taille optimale du CA est de sept administrateurs, tandis que Lipton et Lorsch (1992); Lane et al. (2006) considèrent qu'une taille du CA entre sept et neuf administrateurs est meilleure pour la performance de l'entreprise. Guest (2009) soutient qu'il n'y a pas de taille de conseil d'administration unique qui convienne à toutes les entreprises.

La littérature empirique sur la relation entre la taille du conseil et la performance des entreprises est donc controversée. Certaines recherches ont soutenu la théorie de l'agence et ont prouvé une relation négative (Mak & Kusnadi, 2005; Guest, 2009; Wang, 2012; Azeez, 2015; Afrifa & Tauringana, 2015; Kao et al., 2019). D'autres ont abouti à une relation positive (Jackling & Johl, 2009; Ofoeda, 2017; Mishra & Kapil, 2018; Al Farooque et al., 2020; Al-Matari, 2020; Mohd Ghazali, 2020), tandis que les études réalisées par Beiner et al. (2004); Bonn et al. (2004); Darko et al. (2016); Shao (2019) n'ont pas trouver de relation significative entre la taille du CA et la performance de l'entreprise.

En Algérie, le code du commerce limite la taille du conseil d'administration entre trois et douze membres¹. Certains pays développés, n'ont pas une exigence règlementaire ou législative relative au nombre d'administrateurs au sein du conseil, mais ils recommandent des petits conseils qui sont supposés être plus efficaces. Toutefois, ces pays disposent des mécanismes de gouvernance plus sophistiqués et bien développés. Dans les pays en transition comme l'Algérie, les mécanismes externes sont absents. Une grande taille pourrait être plus adéquate. De plus, dans l'entreprise algérienne, les relations personnelles sont très importantes pour conclure des contrats commerciaux et renforcer le lien entre l'entreprise et son environnement. Par conséquent, les

¹ En cas de fusion, le nombre total des administrateurs peut être égal au nombre total des administrateurs en fonction depuis plus de six mois sans pouvoir excéder vingt-quatre (ramené à douze au fur et à mesure des départs ou des fins de mandat).

grands conseils d'administration peuvent jouer un rôle important pour faciliter les opérations de l'entreprise et améliorer ainsi sa performance.

H2a : La taille du conseil d'administration est positivement associée à la performance des entreprises algériennes.

Parmi les décisions importantes que le conseil d'administration doit prendre, figure la décision relative à la politique de financement, qui signifie le choix de la structure du capital adéquate permettant d'améliorer la performance de l'entreprise. Plusieurs études théoriques et empiriques ont été consacrées à l'analyse de l'impact des caractéristiques du conseil d'administration sur la structure du capital sans aboutir toutefois à un consensus. Berger et al. (1997) ont constaté que les entreprises dotées d'un conseil d'administration d'une taille importante ont un faible endettement. Ils expliquent ce résultat par le fait qu'un grand conseil d'administration est en mesure d'exercer une forte pression sur les dirigeants pour qu'ils optent pour un endettement faible afin d'améliorer la performance de l'entreprise. Dans la même perspective, les études de Dimitropoulos (2014); Sewpersadh (2019); Ahmed (2019) et Sani et al. (2020) ont montré que la taille du conseil et l'endettement total sont négativement liés. Ces études suggèrent que les entreprises dotées d'un conseil d'administration important préfèrent moins de dette, afin de diminuer le risque pour l'entreprise.

Cependant, d'autres études ont montré une relation positive entre la taille du conseil et l'endettement. Ces études soutiennent que la dette, notamment à court terme, pourrait être utilisée comme un moyen de contrôle du dirigeant. Dans ce sens, Abor (2007) soutient qu'un conseil d'administration plus large est en mesure de surveiller le dirigeant pour qu'il adopte une politique d'endettement élevée permettant d'augmenter la valeur de l'entreprise. Les mêmes conclusions ont été confirmées par Bokpin et Arko (2009); Ur Rehman et al. (2010); Gill et al. (2012); García et Herrero (2021). Quant aux études de Hussainey et Aljifri (2012) aux Émirats arabes unis; Hermassi et al. (2015) dans le contexte canadien; Purag et al. (2016) sur les entreprises familiales malaisiennes ainsi que Thakolwiroj et Sithipolvanichgul (2021) sur les entreprises thaïlandaises, ces dernières n'ont abouti à aucune relation significative entre la taille du conseil d'administration et le ratio d'endettement.

Du point de vue de la théorie de la dépendance envers les ressources, un conseil d'administration d'une taille importante offre à l'entreprise plus de ressources et un réseau élargi permettant d'accéder à des sources de financement nécessaires à sa croissance et à son développement et à moindre coûts. Dans le contexte algérien, l'absence d'un véritable marché boursier (composé, uniquement de cinq entreprises cotées en fin de 2020) rend le financement par

emprunt bancaire la source de financement externe dominante. En outre, le tissu économique est composé principalement des PME familiales, qui rencontrent généralement des difficultés à obtenir des crédits bancaires, car les banques considèrent que les projets de ce genre d'entreprise sont trop risqués. D'un autre côté, les relations personnelles dans le contexte algérien sont très importantes pour conclure des contrats commerciaux et renforcer le lien entre l'entreprise et son environnement. Nous supposons, conformément à la théorie de la dépendance envers les ressources que les entreprises algériennes vont tenter de recourir à des conseils d'administration plus large pour bénéficier du réseau, de la réputation et de l'expertise des administrateurs notamment dans le domaine bancaire pour offrir à l'entreprise les crédits dont elle a besoin pour sa croissance. Cette recherche teste donc l'hypothèse suivante :

H3a : La taille du conseil d'administration a un impact positif sur la structure du capital des entreprises algériennes.

3.1.2.2.2 La dualité du dirigeant

La dualité du dirigeant reflète la situation où ce dernier assure un double rôle au sein de l'entreprise : le rôle de directeur général et celui de président du conseil d'administration (Rechner & Dalton, 1991). Cette dualité trouve son explication dans deux principales théories. La théorie de l'agence et la théorie de l'intendance. Selon la théorie de l'agence, la séparation entre les fonctions de décision (la direction) et du contrôle des décisions (le conseil d'administration) permet de réduire les coûts d'agence et contribue par conséquent à l'amélioration de la performance de l'entreprise (Donaldson & Davis, 1991; Peng et al., 2007).

Fama & Jensen (1983) considèrent que la séparation entre les postes de président du conseil d'administration et de directeur général est une condition nécessaire pour la séparation effective entre la gestion et le contrôle des décisions. La dualité du dirigeant peut restreindre considérablement l'indépendance du conseil d'administration (Baliga et al., 1996; Dalton et al., 1998), et réduire sa capacité à remplir son rôle de gouvernance (Fizel & Louie, 1990). Le cumul de ces deux postes constitue une source de divergence d'intérêts entre le dirigeant et les actionnaires. Ce dernier serait plus susceptible d'agir à l'encontre des intérêts des actionnaires (Fama & Jensen, 1983). En effet, cette situation accorde au dirigeant un grand pouvoir au sein de l'entreprise, ce qui peut porter atteinte à l'efficacité des mécanismes de contrôle. Il serait capable d'influencer le fonctionnement du conseil et plus particulièrement la conduite des assemblées et la fixation de sa rémunération (Ould Daoud Ellili, 2007). Il pourrait également nommer des membres du conseil qui seront moins activement impliqués dans le suivi (Prevost et al., 2002). Ce

type de structure renforce l'enracinement des dirigeants et conduit par la suite à la détérioration de la performance de l'entreprise (Finkelstein & D'Aveni, 1994; Rachdi & El Gaied, 2009).

Dans une autre perspective, la théorie de l'intendance considère le dirigeant comme un bon intendant, digne de confiance et qui agit dans l'intérêt des actionnaires (Davis et al., 1997). Il n'est donc pas un agent opportuniste qui vise à maximiser sa fonction d'utilité personnelle comme le suggère la théorie de l'agence (Donaldson, 1990). De ce fait, cette théorie recommande la non-séparation entre les fonctions de dirigeant et de président du conseil pour assurer une meilleure performance. En effet, le dirigeant dispose, vu son expérience étendue, d'une large connaissance de l'entreprise et de ses activités, ce qui lui permet de prendre les décisions les plus pertinentes, et conduit par conséquent, à une amélioration de la performance de l'entreprise (Brickley et al., 1997).

La structure moniste du conseil d'administration (cumul des fonctions) offre des avantages multiples. Elle crée une unité de commandement et réduit l'ambiguïté sur les principales responsabilités (Anderson & Anthony, 1986). Elle permet d'éliminer la confusion et les conflits entre le dirigeant et le président du CA et permet ainsi une prise de décision et une mise en œuvre stratégique plus souple, plus efficace et cohérente (Brickley et al., 1997; Harris & Helfat, 1998; Machold et al., 2011). Elle augmente la réactivité de l'entreprise et sa capacité à obtenir des ressources critiques (Pfeffer & Salancik, 1978). En outre, la structure moniste est considérée comme moins coûteuse pour l'entreprise. En effet, elle permet d'éviter deux types de coûts d'agence engendrés par l'adoption d'une structure duale à savoir les coûts de contrôle du leadership et les coûts relatifs à la transmission de l'information entre le dirigeant et le président du CA (Brickley et al., 1997).

Plusieurs études empiriques ont analysé la relation entre la dualité du dirigeant et la performance de l'entreprise. Les résultats de certaines recherches ont corroboré la théorie de l'agence (Rechner & Dalton, 1991; Pi & Timme, 1993; Dahya et al., 1996; Judge et al., 2003; Kiel & Nicholson, 2003; Bozec, 2005; Haniffa & Hudaib, 2006; Peng et al., 2007; Rachdi & El Gaied, 2009; Duru et al., 2016; Al Farooque et al., 2020). D'autres ont soutenu la théorie de l'intendance (Donaldson & Davis, 1991; Brickley et al., 1997; Coles et al., 2001; Dey et al., 2011). Par ailleurs, les résultats de Chen et al. (2008) n'ont pas abouti à une relation significative entre la dualité du dirigeant et la performance des entreprises passant d'une structure du CA à une autre. Il est de même pour les études de Daily & Dalton (1992); Baliga et al. (1996); Elsayed (2007); Ofoeda (2017); Puni et Anlesinya (2020), qui n'ont trouvé aucun impact de la dualité du dirigeant sur la performance de l'entreprise.

La discussion sur la dualité du dirigeant a été développée dans le contexte anglo-saxon caractérisé par des entreprises de grande taille avec des structures de propriété dispersées. Les tâches de surveillance et de contrôle du CA ont été priorisées, souvent sous la pression d'actionnaires méfiants à l'égard des comportements managériaux (Rechner & Dalton, 1991). Dans un tel contexte, la majorité des entreprises suivent les recommandations de la théorie de l'agence et optent pour la séparation entre les postes de dirigeant et de président du CA (Coles et al., 2001). Cependant, le contexte algérien est complètement différent. Son tissu comporte majoritairement des petites et moyennes entreprises avec des structures de propriété concentrée généralement entre les mains des familles ou de l'État. Selon Chahine et Tohmé (2009), la dualité du dirigeant a un impact positif sur la performance des entreprises dans les contextes caractérisés par des entreprises ayant des niveaux élevés de propriété concentrée. Ali (1990), qui a centré son étude sur les théories de management dans les pays arabes a indiqué que les orientations et les comportements des dirigeants sont influencés par la religion, les valeurs et les normes traditionnelles (relations personnelles développées, loyauté intense envers leurs propres tribus et groupes d'appartenance). De ce fait, les dirigeants se comportent comme des protecteurs et assument toutes les responsabilités de l'entreprise. Ils sont donc perçus comme dignes de confiance. Ceci nous amène à supposer que la théorie de l'intendance est la plus pertinente dans le contexte algérien en matière de la dualité du dirigeant.

H2b : La dualité du dirigeant est positivement associée à la performance des entreprises algériennes.

La dualité du dirigeant est l'une des caractéristiques du conseil d'administration qui peut influencer la décision de financement. Dans ce sens, l'étude de Hermassi et al. (2015), effectuée sur un large échantillon d'entreprises canadiennes, a montré que la dualité du dirigeant est négativement associée au niveau de l'endettement. À l'inverse, Abor (2007) a montré une relation positive et significative entre la dualité du dirigeant et le niveau de l'endettement. Ce dernier suggère que l'élimination des conflits d'intérêts entre le dirigeant et le président du conseil d'administration en cumulant les deux fonctions permet au dirigeant d'adopter une politique d'endettement plus efficace basée sur un niveau d'endettement élevé. Les mêmes conclusions ont été obtenues par Gill et al. (2012) en Inde, Nazir et al. (2012) au Pakistan, Ranti (2013) au Nigéria, Dimitropoulos (2014) dans le contexte européen, Dasilas et Papasyriopoulos (2015) dans le contexte grecque. Certaines de ces études ont justifié ce résultat par les grandes asymétries d'information entre les actionnaires et le dirigeant qui cumule les rôles de contrôle et de décision. Ces asymétries peuvent conduire à des niveaux d'endettement plus élevés et à une échéance de dette plus courte en raison de l'utilisation de la dette à court terme comme un mécanisme de

contrôle pour compenser l'indépendance réduite du conseil d'administration. Cependant, Fosberg (2004); Bokpin et Arko (2009); Sheikh et Wang (2012); Ahmadpour et al. (2012); Abobakr et Elgiziry (2015); Purag et al. (2016); Detthamrong et al. (2017); García et Herrero (2021); Thakolwiroj et Sithipolvanichgul (2021) n'ont pas trouvé de relation significative entre la dualité du dirigeant et le levier financier.

Les études ci-dessus montre que la relation entre la dualité du dirigeant et la structure du capital ne fait pas l'unanimité, il est donc difficile de formuler une prédiction sans équivoque concernant la relation entre la dualité et la structure du capital. Comme la théorie de l'intendance semble être plus représentative du contexte algérien, nous supposons que la dualité du dirigeant soit positivement liée à l'endettement. En effet, cette théorie considère le dirigeant comme un bon intendant. La dualité va lui permettre de mettre en œuvre les meilleures décisions stratégiques et d'adopter un niveau d'endettement optimal avec une maturité relativement longue vu qu'il n'y a pas besoin de recourir à la dette à court terme comme un moyen de contrôle.

H3b : La dualité du dirigeant est positivement associée à la structure du capital des entreprises algériennes.

3.1.2.2.3 L'indépendance des administrateurs

L'indépendance des conseils d'administration a reçu une attention particulière dans les recherches académiques ainsi que dans les codes de bonne gouvernance. Cette indépendance fait référence à la présence d'administrateurs qui n'entretiennent « *aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement* » (Code Afep-Medef, 2020). Certains codes de gouvernance ont recommandé des pourcentages minima de la présence des administrateurs indépendants. Le Code Afep-Medef (2020) en France recommande un pourcentage de 50 % d'administrateurs indépendants dans les sociétés au capital dispersé et dépourvues d'actionnaires de contrôle et 1/3 dans les sociétés contrôlées. Le code de gouvernance du Royaume-Unis (2016) recommande également un pourcentage de 50 % et deux membres au minimum dans les petites entreprises.

Sur le plan théorique, le rôle des administrateurs indépendants dits aussi non exécutifs et leur impact sur la performance de l'entreprise diffère selon le cadre théorique mobilisé. Selon la théorie de l'agence, la délégation du pouvoir aux dirigeants entraîne des problèmes d'agence entre ces derniers et les actionnaires. En effet, cette théorie considère les dirigeants comme opportunistes qui agissent dans leur propre intérêt (Jensen & Meckling, 1976). Afin de s'assurer que les dirigeants poursuivent des stratégies cohérentes avec les intérêts des actionnaires, la théorie de l'agence accorde au conseil d'administration le rôle de gardien de l'intérêt des actionnaires, et ce,

à travers la surveillance des actions des dirigeants. L'efficacité de cette fonction de contrôle du conseil d'administration est étroitement liée à l'indépendance de ses membres (Fama & Jensen, 1983). Par conséquent, une plus grande proportion d'administrateurs indépendants devrait limiter l'opportunisme managérial et améliorer ainsi la performance de l'entreprise. En outre, les membres indépendants du conseil d'administration peuvent être plus motivés à protéger les intérêts des actionnaires afin de maintenir une bonne réputation (Fama, 1980). Conformément à la théorie de l'agence, la théorie de la dépendance envers les ressources suggère également que les administrateurs indépendants apportent à l'entreprise des ressources critiques et un jugement indépendant qui permettent d'améliorer le processus de prise de décision du conseil ainsi que la performances de l'entreprise (Dalton et al., 1999).

En revanche, la théorie de l'intendance soutient que les dirigeants sont des bons intendants dont les actions sont alignées sur les objectifs des actionnaires. Elle suppose que les comportements des dirigeants sont motivés par des récompenses non financières, telles que la satisfaction d'une performance réalisée et le désir de reconnaissance et d'accomplissement (Donaldson & Davis, 1991). Lorsqu'il y a alignement entre les intérêts des dirigeants et des actionnaires, les entreprises peuvent exiger moins de contrôle. Le conseil d'administration n'est plus considéré comme un gardien des intérêts des actionnaires mais un dispositif stratégique précieux qui fournit un soutien, des conseils et des informations à la direction (Daily et al., 2003). Ce dernier devrait être structuré de manière à maximiser la valeur de l'entreprise. Pour cela, les membres du conseil d'administration devraient avoir les compétences nécessaires ainsi qu'une connaissance et une compréhension suffisantes de l'entreprise et de ses activités. Cette théorie soutient que les administrateurs internes (ou exécutifs) ont une meilleure compréhension de l'entreprise qui leur permet de prendre des décisions appropriées et éclairées et d'améliorer ainsi la performance de l'entreprise (Donaldson, 1990). Contrairement aux administrateurs interne, les administrateurs indépendants ont moins d'informations sur les opérations de l'entreprise, ils ont besoin de plus de temps pour comprendre et prendre les bonnes décisions, ce qui peut nuire à l'efficacité du processus décisionnel, en particulier dans des circonstances qui nécessitent une prise de décision rapide. Dans la même ligne d'idées, Bozec (2005) souligne que les administrateurs non exécutifs sont généralement des membres à temps partiel et peuvent siéger dans d'autres conseils, il peut être difficile pour eux de comprendre les complexités de l'entreprise. Ils peuvent ne pas avoir toutes les informations nécessaires à la prise de décision. En outre, Mahadeo et al. (2012) supposent que les avantages offerts par les administrateurs indépendants sont limités dans le temps. En effet, il n'existe pas une indépendance absolue et que les administrateurs indépendants peuvent perdre leur indépendance avec le temps.

Sur le plan empirique, plusieurs études se sont intéressées à l'influence de l'indépendance du conseil d'administration sur la performance financière sans aboutir toutefois à un consensus. Certaines ont soutenu les perspectives de la théorie de l'agence et de la théorie de la dépendance envers les ressources et ont montré une relation positive telles que Pearce et Zahra (1992); Abor et Biekpe (2007); Choi et al. (2007); Coles et al. (2008); Al Farooque et al. (2020); Puni et Anlesinya (2020). D'autres études comme Bozec (2005); Mahadeo et al. (2012); Darko et al. (2016); Ofoeda (2017) ont signalé une relation négative. Quant aux études de Haniffa et Hudaib (2006); Wintoki et al. (2012); Azeez (2015); Afrifa et Tauringana (2015); Vu et al. (2018); Shao (2019); Mohd Ghazali (2020), elles n'ont abouti à aucune relation significative entre la présence des administrateurs indépendants et la performance financière des entreprises.

Il est clair que la relation entre l'indépendance du conseil d'administration et la performance ne fait pas l'unanimité. Il est donc difficile d'émettre une hypothèse sans équivoque. Cependant, l'hypothèse de la théorie de l'intendance semble être la plus pertinente dans le contexte algérien qui se caractérise par un tissu économique dominé par les entreprises familiales. La nomination des dirigeants dans ce genre d'entreprises s'effectue sur la base de la réputation et la confiance. Les membres de la famille recrutent les personnes qu'ils connaissent et en qui ils ont confiance. Il n'est donc pas nécessaire de nommer une proportion élevée d'administrateurs indépendants afin d'exercer une surveillance et des contrôles étendus sur les dirigeants, mais plutôt, nommer plus d'administrateurs exécutifs qui ont des connaissances spécifiques sur l'entreprise pour garantir une bonne prise de décision et une meilleure performance de l'entreprise. Cela nous laisse supposer que les entreprises algériennes devraient être plus performante si les administrateurs exécutifs représentent une proportion élevée. Cette étude teste donc l'hypothèse suivante :

H2c : La présence des administrateurs indépendants est négativement associée à la performance des entreprises algériennes.

D'un autre côté, une attention considérable a été accordée par la littérature financière à l'influence de l'indépendance du conseil d'administration sur la décision de financement. Les études de Jensen (1986) et Berger et al. (1997) ont souligné que les entreprises avec plus d'administrateurs indépendants utilisent plus de dettes. Ils soutiennent que l'endettement notamment à court terme réduit le pouvoir discrétionnaire des dirigeants et que sans contrôle disciplinaire, ces derniers n'optent pas pour un endettement optimal. En outre, la présence des administrateurs indépendants peut améliorer la crédibilité de l'entreprise et sa capacité d'emprunt. Abor (2007) et Ahmed (2019) ont confirmé empiriquement cette relation positive. Cependant, de

nombreuses études sont parvenues à une conclusion différente. Wen et al. (2002) soutiennent que la présence d'administrateurs indépendants au conseil d'administration entraîne un niveau d'endettement plus faible en raison de la surveillance accrue des dirigeants afin d'éviter le risque associé à un niveau d'endettement plus élevé. De plus, la présence importante d'administrateurs indépendants conduit à un contrôle plus efficace des dirigeants et réduit donc le besoin d'un suivi par le biais de la dette à court terme. Elle réduit également les conflits d'agence entre les dirigeants et les différentes parties prenantes, ce qui rend le coût des capitaux propres externes moins cher. Les mêmes conclusions ont été confirmées par Dimitropoulos (2014); Purag et al. (2016); Li et Zhang (2019); Yousef et al. (2020); Sani al. (2020); Thakolwiroj et Sithipolvanichgul (2021). Ces études suggèrent que cette relation négative est due à la capacité des administrateurs indépendants à contrôler les dirigeants et à les inciter à adopter des niveaux d'endettement faibles pour atteindre une meilleure performance. Cependant, les études de Hermassi et al. (2015); Abobakr et Elgiziry (2015); Detthamrong et al. (2017) et Sewpersadh (2019) n'ont abouti à aucun résultat significatif entre l'indépendance des administrateurs et le niveau d'endettement. Il en est de même pour Maurice et al. (2015) et García et Herrero (2021) en matière de maturité de la dette.

Les études empiriques sur la relation entre la présence d'administrateurs indépendants et la structure du capital n'ont donc pas abouti à un consensus. Pour prédire le sens de cette relation dans le contexte algérien, les suggestions de la théorie de la dépendance envers les ressources semblent être plus pertinentes. En effet, l'état embryonnaire du marché financier rend l'endettement le moyen le plus fréquent pour lever des fonds externes afin d'assurer la croissance de l'entreprise. La présence d'administrateurs indépendants qui apportent à l'entreprise leurs expériences, réputations et réseaux devrait permettre à cette dernière d'accéder à des sources de financement à moindre coûts. Par conséquent, nous retenons l'hypothèse suivante :

H3c : La présence des administrateurs indépendants est positivement associée à la structure du capital des entreprises algériennes.

3.1.2.2.4 La diversité du conseil d'administration

La question de la diversité du conseil d'administration a reçu depuis plusieurs années, une attention particulière dans les recherches sur la gouvernance d'entreprise (Kang et al., 2007; Mahadeo et al., 2012; Bear et al., 2010). La littérature en la matière a été largement critiquée à cause de sa domination par la théorie de l'agence (Daily et al., 2003) qui se focalise principalement sur le rôle de surveillance et de contrôle ainsi que l'alignement des intérêts entre actionnaires et dirigeants. Il était donc recommandé de s'intéresser à d'autres rôles des membres du conseil d'administration au-delà du rôle disciplinaire (Ruigrok et al., 2007). Dans ce cadre, la théorie de

la dépendance envers les ressources a mis en évidence un autre rôle crucial des membres du conseil d'administration qui est d'apporter à l'entreprise des ressources critiques, des compétences, des expériences professionnelles et des réseaux (Pfeffer, 1972; Mizruchi, 1996; Hillman et al., 2000).

Les travaux de Oxelheim et Randøy (2003); Kang et al. (2007) définissent la diversité du conseil d'administration comme la variété dans la composition de ses membres, qui peut être regroupée en deux catégories : les attributs observables appelées aussi caractéristiques démographiques (le genre, l'âge, la nationalité...) et les attributs moins visibles nommées variables psychologiques (éducation, expériences, compétences, les ressources cognitives...). Dans le cadre de notre étude nous nous intéressons aux aspects directement observables à savoir : le genre, l'âge et la nationalité.

3.1.2.2.4.1 La diversité des genres

La diversité des genres fait partie des questions de diversité les plus récurrentes dans la littérature en matière de composition du conseil d'administration (Kang et al., 2007; Mahadeo et al., 2012). Sur le plan politique, beaucoup de pays se sont penchés sur cette question et ont imposé dans leur législation des seuils minima de présence des femmes au sein des conseils d'administration. La Norvège était parmi les premiers pays à appliqué ce système de quota à partir de l'an 2003. Depuis, cette pratique s'est généralisée dans d'autres pays tels que la France, l'Espagne, l'Italie, la Belgique et les Pays Bas et autres. La problématique de la diversité des genres est donc particulièrement d'actualité vu cette tendance d'augmentation de la présence des femmes au CA ces dernières années et dans de nombreux pays.

La diversité des genres trouve ses arguments essentiellement dans deux théories : la théorie de l'agence et la théorie de la dépendance envers les ressources. La théorie de l'agence met l'accent sur le rôle du conseil d'administration dans la surveillance et le contrôle des dirigeants (Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976) et suggère que la diversité des genres au sein des conseils d'administration peut aider à réduire les problèmes d'agence entre les dirigeants et les actionnaires. En effet, les femmes administrateurs sont plus susceptibles de soulever plus de questions que leurs homologues masculins (Boubaker et al., 2014) et pourraient également être des moniteurs plus actifs et plus stricts (Carter et al., 2003; Farrell & Hersch, 2005; Adams & Ferreira, 2009). Dans la même perspective, certaines recherches considèrent la présence des femmes comme un véritable moyen pour garantir l'indépendance du conseil vis à vis des dirigeants. Les femmes sont donc plus indépendantes et plus objectives (Adams & Ferreira, 2009; Dang et al., 2014; Bøhren & Staubo, 2016). Kang et al. (2007) affirme que la présence de femmes au sein du conseil apporte « du sang nouveau » et permet de rompre avec la tradition dans la mesure où elles ne font pas partie des

réseaux « old boys » (Carter et al., 2003). Par conséquent, les conseils d'administration diversifiés par genre sont plus susceptibles de fournir plus d'efforts en matière de contrôle et de suivi, ce qui permet d'améliorer la performance des entreprises.

Certaines recherches ont signalé que l'impact de la diversité des genres sur la performance de l'entreprise dépend de l'environnement. Post et Byron (2015) affirment que la présence des femmes au conseil d'administration est positivement liée aux mesures comptables de la performance et que cette relation est plus positive dans les pays où la protection des actionnaires est plus forte. En effet, dans les pays à faible protection des actionnaires, les membres du conseil sont moins incités à contrôler efficacement les dirigeants et à exploiter leurs expériences et compétences dans leurs missions de conseil et de prise de décision. De même, García-Meca et al. (2015) rapportent que la diversité des genres a moins d'influence sur les performances des banques internationales dans les environnements caractérisés par une moindre protection des investisseurs.

Il est important de signaler que la relation entre la diversité des genres et l'indépendance, qui est supposée améliorer la performance des entreprises ne fait pas l'unanimité entre les chercheurs. Selon Adams et Ferreira (2007), une surveillance excessive et plus stricte peut diminuer la valeur pour les actionnaires car elle peut diluer les motivations des managers ou affecter négativement le canal de communication entre les managers et le conseil. De plus, la diversité des genres peut dégrader la cohésion entre les membres du conseil (Herring, 2009). La diversité peut également conduire au symbolisme si les femmes membres du conseil ne sont pas suffisamment nombreuses (Torchia et al., 2011).

D'un autre côté, la théorie de la dépendance envers les ressources, développée par Pfeffer (1972) et Pfeffer et Salancik (1978), suggère que la présence de femmes administrateurs dans les conseils d'administration aide les entreprises à maximiser l'accès aux ressources critiques grâce à leurs aptitudes, compétences, expériences et perspectives professionnelles, qui sont différentes de celles des administrateurs masculins (Hillman et al., 2007; Ward & Forker, 2017). Cette diversité des ressources apportées par les femmes administrateurs devrait contribuer positivement à l'amélioration de la performance de l'entreprise. D'après Eagly et Carli (2003), les femmes disposent de compétences supérieures en leadership grâce à leurs meilleures capacités de communication et d'écoute. Elles ont donc tendance à être des leaders démocratiques et interactifs plus que les hommes, qui sont généralement des leaders autoritaires. Ces compétences spécifiques permettent aux femmes d'améliorer la qualité de la prise de décision du conseil, et par conséquent d'affecter positivement la performance (Peni, 2014; Nekhili et al., 2016). Les femmes apportent également une nouvelle perspective sur les questions complexes (Francoeur et al., 2008), ce qui à

son tour peut aider à résoudre des problèmes épineux (Westphal & Milton, 2000; Hillman et al., 2002), à améliorer la créativité et l'innovation (Robinson & Dechant, 1997) et à améliorer l'accès à l'information (Beckman & Haunschild, 2002). En outre, la diversité des genres aux conseils d'administration peut favoriser l'efficacité du marché en augmentant les niveaux de divulgation d'informations (A. Ahmed et al., 2017).

Les recherches empiriques sur la relation entre la présence féminine au sein des conseils d'administration et la performance des entreprises apportent un éclairage sur ce sujet sans pour autant aboutir à un consensus. Certaines ont trouvé un effet positif (Campbell & Mínguez-Vera, 2008; Liu et al., 2014; Post & Byron, 2015; Brahma et al., 2021), tandis que d'autres ont rapporté un effet négatif telles que Adams et Ferreira (2009); Ahern et Dittmar (2012); Ujunwa (2012); Matsa et Miller (2013); Wellalage et Locke (2013). Quant à Carter et al. (2010); Chapple et Humphrey (2014); Hedija et Němec (2021), ils ont montré qu'il n'existe pas de relation significative entre la diversité des genres et la performance.

La théorie de l'agence et celle de la dépendance envers les ressources fournissent des arguments solides et plus convaincants. On peut donc s'attendre à une association positive entre la diversité des genres et la performance des entreprises algériennes.

H2d : La présence des femmes au conseil d'administration est positivement associée à la performance des entreprises algériennes.

Les avantages offerts par la présence des femmes au sein du conseil d'administration tels que leur indépendance et leur capacité à exercer un contrôle strict permettent de renforcer la confiance des prêteurs et donc de canaliser leurs fonds vers des entreprises dotées de conseils d'administration diversifiés par genre. Alves et al. (2015) se sont basés sur la théorie du financement hiérarchique et ont analysé un très large échantillon de 2 427 entreprises de 33 pays différents. Ils ont conclu que la diversité des genres peut améliorer l'indépendance et l'efficacité des conseils d'administration, et peut réduire les asymétries informationnelles entre les dirigeants et les investisseurs extérieurs, ce qui conduit à une structure du capital composée de plus de sources de financement par ouverture du capital et moins de dette à court terme. Les études d'Abobakr et Elgiziry (2015) et García et Herrero (2021) ont également conclu que la présence de femmes dans le conseil d'administration et le niveau de l'endettement sont négativement liés. Ils soutiennent que le contrôle strict exercé par les femmes administrateurs et leur perception du risque permettent de réduire les coûts d'agence notamment avec les investisseurs, et influencent ainsi les décisions financières. D'après Adams et Funk (2012), les hommes sont plus averses au risque que les femmes. Ces derniers font alors appel à une structure de capital plus endettées. À l'inverse, Bajagai

et al. (2019) ont confirmé un lien positif entre la diversité des genres et le niveau de l'endettement. L'argument de base de cette recherche est que la diversité du conseil d'administration favorise la surveillance stricte du dirigeant et qu'une politique d'endettement élevée est la meilleure façon d'exercer cette fonction de contrôle. Quant à Detthamrong et al. (2017), Sani et al. (2020), Thakolwiroj et Sithipolvanichgul (2021), leurs études n'ont abouti à aucune relation significative entre la diversité des genres et le niveau de l'endettement.

En ce qui concerne la maturité de la dette, comme l'indique Jensen (1986), la dette à court terme peut servir de mécanisme de contrôle et un moyen de réduction des problèmes d'agence. En effet, la dette à court terme nécessite le renouvellement continu du contrat et réduit les flux de trésorerie discrétionnaires. Certaines études empiriques suggèrent que les femmes administrateurs sont plus susceptibles d'utiliser la dette à court terme comme mécanisme de contrôle (Maurice et al., 2015), du fait que ces dernières sont plus prudentes et moins confiantes que les hommes, ce qui conduit à des décisions plus conservatrices (La Rocca et al., 2020). De plus, la dette à court terme offre une plus grande flexibilité financière face à des changements ou à des opportunités inattendues. Selon García et Herrero (2021), la surveillance accrue et la plus grande aversion au risque associées aux femmes administrateurs entraînent une maturité plus faible de la dette. Cependant, d'autres études telles que Briozzo et al. (2019) ont rapporté une relation négative entre la présence des femmes et la dette à court terme.

Les résultats des études empiriques relatives à la relation entre la diversité des genres et la structure du capital affichent des résultats mitigés. Cela peut être justifié par l'effet modérateur de la culture nationale sur cette relation. Dans ce sens, l'étude de La Rocca et al. (2020) souligne que les femmes administrateurs préfèrent recourir à la dette à court terme dans les sociétés masculines. En effet, la discrimination sociale entre les hommes et les femmes dans ce genre de culture pourraient conduire les femmes à sous-estimer leurs compétences, connaissances et expériences et pourraient se considérer comme incapable de gérer les situations difficiles. De telles circonstances pourraient rendre les femmes plus conservatrices et moins confiantes. Pour cela, ces dernières ont tendance à préférer des structures financières flexibles afin de préserver la capacité d'endettement et pour faire face à de futurs événements imprévus, contrairement aux cultures féminines où les femmes sont moins averses au risque et peuvent donc opter pour des structures financières très endettées. Étant donné que le contexte algérien¹ se caractérise par une culture féminine, et conformément à la théorie de la dépendance envers les ressources qui suppose que les compétences

¹ Le score de la dimension masculine en Algérie est de 35%, selon le site web de Hofstede insights, disponible sur le lien suivant : <https://www.hofstede-insights.com/country-comparison/algeria/>

et les ressources différentes et importantes qu'apportent les femmes administrateurs permettent à l'entreprise de mieux faire face à son environnement et d'accéder à plus de sources de financement externes, nous retenons l'hypothèse suivante :

H3d : La présence de femmes administrateurs au sein du conseil d'administration est positivement associée à la structure du capital des entreprises algériennes.

3.1.2.4.2 La diversité des nationalités

La mondialisation de l'économie s'est accompagnée d'une large vague d'internationalisation des entreprises à travers des opérations de délocalisation de certaines fonctions ou même l'ouverture à des marchés de clients et de fournisseurs lointains. Il est donc devenu très courant de voir des CA avec des compositions variées. Ces derniers peuvent comporter des administrateurs étrangers qui sont des membres de sociétés avec laquelle l'entreprise a fusionné et d'autres qui ont été élus tout simplement pour leurs compétences particulières ou pour leur connaissance des marchés dans lesquels l'entreprise souhaite s'implanter. Une attention particulière a été accordée à cette question de diversité des nationalités au sein des conseils d'administration dans la littérature au cours des dernières décennies (Ararat et al., 2015), notamment à cause de son impact potentiel sur la performance des entreprises et sur d'autres aspects organisationnels (Maturò et al., 2019).

Plusieurs théories ont été mobilisées pour expliquer la relation entre la présence des étrangers au CA et la performance des entreprises. Cependant la théorie de l'agence et la théorie de la dépendance envers les ressources restent les plus utilisées (Eulerich et al., 2014). La théorie de l'agence suggère que la présence des étrangers au CA apporte plus d'indépendance et d'objectivité et renforce le suivi exercé sur la direction de l'entreprise et améliore la performance de l'entreprise. Ruigrok et al. (2007) a soutenu cette proposition, et a montré que la diversité des nationalités améliore l'indépendance et l'efficacité du CA. Les membres étrangers peuvent aussi rassurer les investisseurs minoritaires que l'entreprise est gérée conformément à leur intérêts (Oxelheim & Randøy, 2003). Par ailleurs, la théorie de la dépendance envers les ressources suppose que le facteur déterminant de la capacité de survie des entreprises sur le long terme est leur capacité à acquérir et à maintenir des ressources critiques (Pfeffer & Langton, 1993). Selon cette théorie, la diversité des nationalités et de cultures est un moyen permettant à l'entreprise d'acquérir de différentes ressources qui lui sont avantageuses. D'après Ujunwa (2012), les conseils d'administration diversifiés disposent de compétences difficilement imitables qui constituent un avantage concurrentiel important pour l'entreprise. Il indique également que la présence des

administrateurs étrangers pourrait apporter au CA un grand nombre de candidats qualifiés avec une expérience plus élevée que les membres nationaux.

En conséquent, la diversité des nationalités favorise la diversification des expertises, des perspectives et des schémas de résolution de problèmes qui permettent de renforcer la créativité et l'innovation et d'améliorer la performance de l'entreprise (Cox, 1991). Cependant, cet effet positif nécessite un certain degré d'intégration des membres du groupe pour surmonter le sentiment de discrimination dû à la différence de nationalités (Maznevski, 1994), mais aussi les problèmes de communication interculturelle et les conflits interpersonnels (Cox, 1991). Dans ce sens, Hahn et Lasfer (2016) ont indiqué que les conseils d'administration diversifiés peuvent nuire à la gouvernance interne en raison d'un nombre plus faible de réunions du conseil d'administration, entraînant ainsi un faible suivi. Par conséquent, même si les administrateurs étrangers ont une expertise internationale particulière par rapport aux administrateurs locaux, un compromis coût-bénéfice doit être pris en compte lors de la nomination d'administrateurs étrangers.

Sur le plan empirique, les recherches sur la diversité des nationalités et la performance de l'entreprise ont abouti à des résultats mitigés. Certaines ont montré un effet positif telles que Erhardt et al. (2003) sur les entreprises américaines; Choi et al. (2007) dans le contexte coréen; Ujunwa (2012) dans le contexte nigérien, tandis que l'étude de Hahn et Lasfer (2016) a confirmé une relation négative entre la présence des administrateurs étrangers non exécutifs et la performance mesurée par le rendement total pour les actionnaires (Total Shareholder Return : TSR). Quant à l'étude de Carter et al. (2010), qui s'est focalisée sur l'impact de la diversité ethnique sur la performance des entreprises américaines, cette dernière n'a trouvé aucune relation significative. Il est de même pour les études de Darmadi (2011) sur les entreprises indonésiennes et Engelen et al. (2012) aux Pays-Bas.

La diversité des nationalités dans les conseils d'administration algériens constitue un objet d'étude encore largement inexploré et pourtant le nombre d'administrateurs étrangers est en croissance continue. Il est donc très important d'analyser ce phénomène et son impact sur la performance de l'entreprise pour en tirer des conclusions pertinentes. La majorité des études empiriques dans différents contextes ont abouti à une relation positive entre la diversité des nationalités et la performance (Ben-Amar et al., 2013). De plus, ces dernières fournissent des arguments plus convaincants. On peut donc s'attendre à ce que la diversité des conseils d'administration ait un effet positif sur la performance de l'entreprise algérienne.

H2e : La diversité des nationalités au sein du CA a un impact positif sur la performance financière de l'entreprise algérienne.

Les administrateurs étrangers sont souvent des membres actifs qui contribuent à l'amélioration de l'indépendance et de l'efficacité du conseil d'administration. Ils permettent également d'améliorer la qualité du reporting financier en assurant une transparence informationnelle et en prévenant les comportements opportunistes des dirigeants (Armstrong et al., 2010). Cela signifie que la présence des administrateurs étrangers peut impacter la décision de financement de l'entreprise. En effet, l'amélioration de la qualité des informations divulguées est censée réduire l'asymétrie d'information due à la sélection adverse, et ce, en augmentant la confiance des investisseurs externes et en les aidant à effectuer des évaluations plus précises (Yousef et al., 2020). Selon la théorie du financement hiérarchique, les niveaux d'asymétrie plus faibles entre l'entreprise et le marché signifient que le coût d'émission de capitaux propres est plus bas et, par conséquent, les entreprises avec des niveaux élevés de divulgation d'informations devraient s'appuyer davantage sur les actions externes et moins sur la dette. Cette théorie suppose donc une relation négative entre la diversité des nationalités et la structure du capital. Cette hypothèse a été confirmée par Yousef et al. (2020) dans leur étude sur un échantillon de 3 773 entreprises américaines.

D'un autre côté, la théorie de la dépendance envers les ressources suppose que les administrateurs étrangers apportent au conseil d'administration leurs expériences, connaissances et réseaux transfrontaliers qui permettent d'accéder au marché international et donc d'obtenir des sources de financement à moindre coût. En se référant à cette théorie, Sani et al. (2020) ont montré dans le contexte nigérien que la diversité des nationalités au conseil d'administration est positivement liée à l'endettement des entreprises. Cette théorie semble être la plus pertinente pour le contexte algérien qui se caractérise par l'absence d'un véritable marché financier et un niveau faible de divulgation d'information, les administrateurs sont supposés utiliser leurs réseaux internationaux pour accéder à des sources de financement nécessaires à la croissance de l'entreprise. Par conséquent, notre recherche teste l'hypothèse suivante :

H3e : La diversité des nationalités est positivement associée à la structure du capital des entreprises algériennes.

3.1.2.2.4.3 La diversité des âges

Traditionnellement, la plupart des administrateurs sont plutôt des « seniors », des membres expérimentés et âgés (Kang et al., 2007; Engelen et al., 2012). En effet, les cadres plus âgés ou retraités sont généralement considérés comme les candidats idéaux pour devenir membres non exécutifs du conseil d'administration, et sont donc plus susceptibles d'être sélectionnés par rapport aux personnes moins expérimentées et plus jeunes (Galia & Zenou, 2013). Par conséquent, les

chercheurs se sont interrogés sur cette situation pour savoir si elle est optimale ou si l'inclusion des administrateurs plus jeunes peut avoir un effet positif sur les performances de l'entreprise. L'âge des administrateurs est généralement associé aux compétences et aux connaissances des membres, où les jeunes administrateurs sont plus productifs et les membres plus âgés du conseil d'administration apportent une longue expérience. Cette combinaison de la productivité et des connaissances ou de l'expérience offertes par la diversité des âges peut créer des synergies qui peuvent avoir une incidence positive sur la performance d'une entreprise (Kim & Lim, 2010). Cet argument fait référence à la théorie de la dépendance envers les ressources qui suppose que la diversité des âges constitue un moyen d'accès à davantage de ressources, de perspectives et connaissances qui améliorent la prise de décision d'un groupe ou d'un conseil d'administration (Williams & O'Reilly, 1998).

La diversité des âges permet d'avoir une méthode efficace de division du travail en raison des différences des aspects stratégiques et opérationnels entre les générations (Mahadeo et al., 2012). En effet, les membres plus âgés peuvent apporter leur expérience, réseau et les ressources financières tandis que les membres d'âge moyen peuvent s'occuper des tâches et des responsabilités exécutives et les plus jeunes peuvent apporter de l'énergie pour faire des projets futurs en vue de prouver leur réussite et booster leur carrière (Kang et al., 2007). Les différences d'âge apportent également une diversité des valeurs sociales et culturelles et facilitent les capacités d'apprentissage du conseil d'administration, et l'aide à développer des idées nouvelles et innovantes, ce qui peut contribuer positivement aux rendements du travail d'équipe (Mahadeo et al., 2012).

Par ailleurs, la prise de risque notamment dans les stratégies d'innovation est dépendante de l'âge. En effet, les jeunes dirigeants sont plus susceptibles de prendre le risque car leur carrière et leur sécurité financière ont un horizon plus long que celui des plus âgés (Barker & Mueller, 2002). Le même résultat a été confirmé par Serfling (2014). Dans la même ligne d'idées, Rivas (2012) suppose que le comportement de prise de risque des jeunes membres contrebalance l'expérience et les ressources des administrateurs plus âgés. Il souligne également que la diversité des âges au sein du conseil d'administration conduit à une plus grande volonté d'apprendre, de prendre des risques et de fournir plus de ressources.

Selon les données empiriques, l'effet de la diversité des âges sur la performance de l'entreprise affichent des résultats divergents. Certaines études montrent des résultats positifs (Kim & Lim, 2010; Mahadeo et al., 2012). D'autres, telles que Darmadi (2011) et Prior Jonson et al. (2020) n'ont trouvé aucun effet de la diversité des âges sur la performance des entreprises. Les

preuves empiriques négatives ne sont pas courantes dans la littérature, mais elles se basent sur l'argument de la difficulté de communication et des conflits d'intégration sociale entre les différentes générations qui peuvent impacter négativement la performance de l'entreprise (Hafsi & Turgut, 2013; Talavera et al., 2018). Quant à Engelen et al. (2012), il a montré une relation hyperbolique entre la diversité des âges et la performance des entreprises aux Pays-Bas. Selon cette étude la diversité des âges augmente la performance de l'entreprise, mais jusqu'à un certain seuil, puis elle la diminue.

Les arguments fournis dans la majorité des études empiriques sont conformes à la théorie de la dépendance envers les ressources et ont confirmé une relation positive entre la diversité des âges et la performance de l'entreprise. Par conséquent, cette recherche teste l'hypothèse suivante :

H2f : La diversité des âges au sein du CA a un impact positif sur la performance financière de l'entreprise algérienne.

D'un autre côté, certaines études empiriques se sont intéressées à l'analyse de la relation entre la diversité des âges et la structure du capital. L'étude de Harris (2014), effectuée sur les entreprises américaines du classement Fortune 500 (échantillon de 78 entreprises), a abouti à un faible impact négatif mais statistiquement significatif de l'âge moyen des administrateurs sur le niveau de l'endettement dans les entreprises contenant au moins 25 % de femmes administrateurs. Les conseils d'administration avec des administrateurs âgés sont donc associés à des niveaux d'endettement légèrement inférieurs à d'autres moins âgés. Cependant, certains chercheurs suggèrent que l'âge moyen de l'administrateur tout seul n'est pas une mesure utile (Johnson et al., 2013). Les mesures de diversité et d'hétérogénéité d'âge comme le coefficient de variation de l'âge des administrateurs peuvent apporter plus d'explications en matière d'analyse de la diversité des conseils d'administration.

Selon la théorie de la dépendance envers les ressources, les administrateurs âgés apportent une plus grande stabilité et une plus grande expérience, tandis que les administrateurs plus jeunes apportent plus d'énergie et moins d'aversion au risque dans la prise de décision (Anderson et al., 2011). En se référant à cette théorie, Nisiyama et Nakamura (2018) ont étudié l'impact de la diversité du conseil d'administration sur la structure du capital dans le contexte brésilien, en utilisant un indice de diversité large comportant un certain nombre d'indicateurs, y compris le coefficient de variation de l'âge des administrateurs. Cette étude a montré que la diversité des conseils d'administration est positivement liée à l'endettement des entreprises. La théorie de la dépendance envers les ressources offre des arguments solides et convaincants en matière de

diversité. Conformément à cette dernière, on peut s'attendre à une relation positive entre la diversité des âges et la structure du capital des entreprises algériennes.

H3f : La diversité des âges au sein des CA a un impact positif sur la structure du capital des entreprises algériennes

3.1.2.3 Les hypothèses relatives à la médiation et à la modération

Le cadre théorique mobilisé ainsi que les études empiriques précédemment citées affirment que les caractéristiques du conseil d'administration peuvent impacter la décision de financement (hypothèse 3) et que la structure du capital choisie exerce aussi une influence sur la performance financière de l'entreprise (hypothèse1). Cela nous amène à supposer que le conseil d'administration n'impacte pas la performance financière d'une façon directe, son influence est plutôt indirecte et passe par la structure du capital. La Rocca (2007) a été parmi les premiers à évoquer la nécessité de s'intéresser au rôle de la modération et / ou de la médiation dans la relation entre la gouvernance, la structure du capital et la performance de l'entreprise. D'après son cadre conceptuel proposé, la structure du capital est considérée comme l'un des nombreux instruments qui peuvent préserver l'efficacité de la gouvernance de l'entreprise et protéger sa capacité à créer de la valeur. Selon le même auteur, la politique d'investissement permet la création de valeur, tandis que la politique de financement, associées à d'autres instruments de gouvernance (tels que le conseil d'administration) peuvent garantir que les politiques d'investissement sont menées efficacement et que la valeur de l'entreprise est protégée contre les comportements opportunistes.

Sur le plan empirique, les recherches sur la relation entre la structure du capital, le conseil d'administration et la performance des entreprises varient entre les tests de modération et de médiation. Certaines ont analysé l'effet médiateur de la structure du capital sur la relation entre le conseil d'administration et la performance financière. D'autres, se sont focalisées sur l'effet modérateur du conseil d'administration sur la relation entre la structure du capital et la performance financière. Selon Detthamrong et al. (2017), les résultats divergents des études analysant l'impact de la gouvernance de l'entreprise y compris le conseil d'administration sur la performance de l'entreprise sont dus à l'effet médiateur qu'exerce la structure du capital. En effet, la relation entre la gouvernance et la performance dépend de la capacité du conseil d'administration à sélectionner les investissements créateurs de valeur et les décisions de financement adéquates. Une mauvaise gouvernance d'entreprise peut entraîner un surendettement ou un sous-endettement. Les entreprises dont le ratio d'endettement est très élevé sont plus susceptibles de connaître de fortes variations de leurs performances et inversement pour celles à faible endettement. Néanmoins, les résultats de cette étude effectuée sur un large échantillon d'entreprises thaïlandaises n'ont abouti

à aucun effet médiateur de l'endettement sur la relation entre le conseil d'administration (taille du conseil, indépendance des administrateurs, présence des femmes administrateurs et dualité du dirigeant) et la performance. Les mêmes conclusions ont été obtenues par Van Essen et al. (2012) qui ont fait appel à un ensemble varié de techniques méta-analytiques sur une base de données de 86 études couvrant neuf pays asiatiques et analysant la relation entre le conseil d'administration (l'indépendance du conseil, la dualité du dirigeant et la taille du conseil) et la performance financière en tenant compte du rôle médiateur des choix stratégiques (tels que la structure du capital). Leurs résultats ont indiqué que le ratio d'endettement n'est pas un médiateur de cette relation.

L'étude de Kassim et al. (2013) a examiné l'effet médiateur de la structure du capital sur la relation entre le processus du conseil et la performance des entreprises malaisiennes à l'aide d'un questionnaire. Cette étude s'est basée sur la théorie de l'agence et a confirmé une médiation partielle de l'endettement sur la relation entre le processus du conseil (mesuré par plusieurs indicateurs tels que la performance des administrateurs indépendants) et la performance de l'entreprise. En effet, une surveillance rigoureuse par un conseil d'administration indépendant permet de faire pression sur la direction, ce qui amène les dirigeants à être plus prudents dans la prise de décision notamment en matière du financement en évitant des niveaux d'endettement excessifs. Cela à son tour influence positivement la performance de l'entreprise. Des conclusions similaires ont été obtenues par Budiman (2015) qui a étudié l'effet médiateur de l'endettement sur la relation entre la gouvernance et la valeur pour actionnaire mesurée par le Q de Tobin, en utilisant la méthode des moments généralisés sur un échantillon de 231 entreprises indonésiennes. Les résultats de cette étude ont montré une médiation partielle du ratio d'endettement sur la relation entre la composition du conseil d'administration (pourcentage des administrateur indépendants) et le Q de Tobin. Cette médiation de la dette n'était pas valide dans le cas de la taille du conseil qui n'a affiché aucune relation significative avec le Q de Tobin.

Par ailleurs, l'étude de Javeed et al. (2017) s'est intéressée à l'effet modérateur de la gouvernance (taille du conseil, indépendance du conseil, dualité du dirigeant) sur la relation entre la structure du capital et la valeur de l'entreprise mesurée par le Q de Tobin. Cette étude a analysé un échantillon de 155 entreprises pakistanaises cotées durant la période 2008-2012 en utilisant le modèle à effets fixes. Les résultats de cette dernière ont confirmé une modération positive de l'indépendance du conseil d'administration. L'étude de Ngatno et al. (2021) a également examiné l'effet modérateur de la gouvernance sur la relation entre la structure du capital (mesurée par l'endettement total, à long terme et à court terme) sur la performance de 506 banques rurales indonésiennes en 2019. Cette étude a montré qu'une présence forte d'administrateurs indépendant

peut renforcer la relation entre la structure du capital et la performance, tandis que la taille du conseil n'est pas en mesure de modérer la relation entre la structure du capital et la performance mesurée par le ROA et le ROE.

Sur le plan technique, un médiateur est une variable qui explique le processus par lequel deux variables sont liées (la variable dépendante et indépendante), tandis qu'un modérateur affecte la force et la direction de cette relation. Le modérateur n'est pas nécessairement corrélé avec la variable indépendante, le médiateur doit l'être pour prétendre à ce statut. Dans le cas idéal, l'effet de la variable indépendante sur la variable dépendante est nul en présence du médiateur (médiation parfaite). S'il existe toujours une relation entre la variable indépendante et la variable dépendante après l'intégration du médiateur, cela signifie que ce dernier n'explique que partiellement la relation (médiation partielle). Selon Namazi et Namazi (2016), la modération permet de tester une relation inconnue entre les variables indépendantes et dépendantes. L'importance est accordée à la variable indépendante et aux effets d'interaction et non pas au modérateur. L'intégration de ce dernier permet de savoir « quand » la relation entre les variables indépendantes et dépendantes est établie et devient plus forte. Cependant, l'analyse de la médiation explique « Comment » et « Pourquoi » certains effets apparaissent. L'intérêt est donc centré sur la variable médiatrice, et non sur la variable indépendante. Par conséquent, l'intérêt de la modération est descriptif, alors qu'il est exploratoire pour la médiation. L'absence d'études empiriques sur ces relations dans le contexte algérien qui présente des caractéristiques différentes du contexte anglo-saxon où sont développées les théories en la matière, rend difficile d'émettre des hypothèses. Vu que l'analyse de la médiation et de la modération dépendent des hypothèses déjà émises précédemment (H1, H2, H3), nous supposons que :

H4 : La structure du capital est un médiateur de la relation entre les caractéristiques du conseil d'administration et la performance financière des entreprises algériennes.

H5 : Les caractéristiques du conseil d'administration ont un effet modérateur sur la relation entre la structure du capital et la performance financière des entreprises algériennes.

Le tableau ci-après résume toutes les hypothèses de la recherche.

Tableau 3-1: Résumé des hypothèses de la recherche

Relations à tester	Variables utilisées			Théories mobilisées	Hypothèse	Signe attendu
	Indépendantes	Dépendantes	Modératrices/ Médiatrices			
Structure du capital et performance de l'entreprise	Structure du capital	Performance financière de l'entreprise	/	La théorie du financement hiérarchique	H1	Négatif
Conseil d'administration et performance de l'entreprise	Taille du CA	Performance financière de l'entreprise	/	La théorie de la dépendance envers les ressources	H2a	Positif
	Dualité du dirigeant			La théorie de l'intendance	H2b	Positif
	Indépendance des administrateurs			La théorie de l'intendance	H2c	Négatif
	Diversité des genres			La théorie de l'agence et la théorie de la dépendance envers les ressources	H2d	Positif
	Diversité des nationalités			La théorie de l'agence et la théorie de la dépendance envers les ressources	H2e	Positif
	Diversité des âges			La théorie de la dépendance envers les ressources	H2f	Positif
Conseil d'administration et Structure du capital	Taille du CA	Structure du capital	/	La théorie de la dépendance envers les ressources	H3a	Positif
	Dualité du dirigeant			La théorie de l'intendance	H3b	Positif
	Indépendance des administrateurs			La théorie de la dépendance envers les ressources	H3c	Positif
	Diversité des genres			La théorie de la dépendance envers les ressources	H3d	Positif
	Diversité des nationalités			La théorie de la dépendance envers les ressources	H3e	Positif
	Diversité des âges			La théorie de la dépendance envers les ressources	H3f	Positif
Structure du capital, conseil d'administration et performance de l'entreprise	Taille du CA	Performance financière de l'entreprise	Structure du capital	/	H4a	/
	Dualité du dirigeant				H4b	
	Indépendance des administrateurs				H4c	
	Diversité des genres				H4d	
	Diversité des nationalités				H4e	
	Diversité des âges				H4f	
Structure du capital, conseil d'administration et performance de l'entreprise	Structure du capital	Performance financière de l'entreprise	/	/	H5a	+/-
					H5b	
					H5c	
					H5d	
					H5e	
					H5f	

En conclusion, Cette section nous a permis de présenter le cadre conceptuel de la recherche et les hypothèses qui en découlent, et ce, afin d'atteindre notre objectif de recherche qui consiste à analyser la relation entre la gouvernance et la performance des entreprises. Pour mener notre étude, nous avons retenu deux mécanismes de gouvernance d'entreprise à savoir le conseil d'administration et la structure du capital qui sont largement reconnus dans la littérature pour leur rôle disciplinaire à l'égard des dirigeants. Dans la section suivante, nous présentons la méthodologie adoptée pour vérifier empiriquement notre modèle et ses hypothèses développées dans cette section.

3.2 Épistémologie et méthodologie de la recherche

L'objectif de cette section est de préciser et justifier nos choix en matière épistémologique et méthodologique. Nous commençons, dans un premier temps, par l'explication de la posture épistémologique adoptée. Nous passons ensuite à la présentation de la démarche méthodologique choisie en discutant la sélection de l'échantillon, la source de données et l'opérationnalisation des variables. Nous présentons également les modèles statistiques à tester ainsi que la méthode d'estimation à utiliser pour tirer des conclusions sur la relation entre les mécanismes de gouvernance et la performance des entreprises.

3.2.1 Le cadre épistémologique

L'épistémologie à son apparition représentait une branche particulière de la philosophie dédiée à l'étude des théories de la connaissance (Gavard-Perret et al., 2018). Au fil du temps, elle a pris d'autres acceptions, la plus reconnue et la plus pertinente est celle adoptée par Piaget (1967) qui la définit comme étant « *L'étude de la constitution des connaissances valables* ».

En se basant sur cette définition, Thietart (2014) a souligné que le questionnement épistémologique s'articule autour de quatre dimensions. Il s'intéresse à la nature de la réalité à connaître (la question ontologique), la nature de la connaissance produite (la question épistémique), la manière dont la connaissance est produite et justifiée (la question méthodologique), et les valeurs portées par la connaissance (la question axiologique). Donc, Au-delà du cadre méthodologique, l'épistémologie se préoccupe très clairement de la valeur des connaissances produites.

Toute production de connaissance nécessite alors l'adoption d'une posture épistémologique qui a pour objectif l'orientation de cette production à travers un raisonnement scientifique, rigoureux permettant d'asseoir la validité et la légitimité de la recherche (Perret & Seville, 2003).

3.2.1.1 Les paradigmes épistémologiques

Le chercheur dans le cadre de son projet de constitution de connaissances valables se réfère à un ensemble de visions du monde (croyances, valeurs, techniques...) partagées par une communauté scientifique, appelé paradigme épistémologique (Kuhn, 1962). La littérature en la matière indique qu'il existe une multitude de paradigmes. Les trois plus répondus notamment en sciences de gestion sont le positivisme, constructivisme, et l'interprétativisme. Toutefois, Certains chercheurs ne reconnaissent que les deux premiers (Le Moigne, 1990). Ces paradigmes se distinguent l'un de l'autre par les réponses qu'ils apportent aux quatre questions épistémologiques précédemment citées.

Le choix du paradigme épistémologique ne se fait pas au hasard mais il dépend de la question et des hypothèses de la recherche (Saunders et al., 2007). Afin de déterminer le paradigme dans lequel s'inscrit notre recherche, il est nécessaire de détailler les hypothèses fondatrices de chacun d'eux pour pouvoir choisir celles qui répondent au mieux aux objectifs de notre thèse.

3.2.1.1.1 Le positivisme

Issu des sciences dures, mais souvent présenté comme le paradigme le plus ancien et le plus dominant en sciences de gestion. Centré sur une hypothèse ontologique réaliste et empirique qui stipule que la réalité existe en soi, et qu'elle est extérieure et indépendante du chercheur qui tente simplement de l'appréhender en toute neutralité à travers l'observation des données empiriques. Cette observation vise à établir des lois invariables et universelles définissant des relations immuables entre des faits observables et mesurables rigoureusement. Selon d'Amboise (cité dans Cherkaoui & Haouata, 2017) : « *Il n'existe qu'une seule réalité concrète, indépendante de toute opinion, qui attend d'être découverte et explorée* ».

Le but de ce paradigme est de prédire et d'expliquer d'une manière objective afin d'aboutir à la vérité, et c'est la raison pour laquelle la démarche déductive est la plus répondue dans ce paradigme (Dicko, 2019). Par conséquent, la connaissance produite dans le cadre de l'approche positiviste est objective et acontextuelle répondant à une vision déterministe du monde. Quant aux critères de validité retenus par les positivistes, ils sont au nombre de trois, à savoir la vérifiabilité qui stipule qu'aucune assertion n'a de sens que si et seulement si elle est susceptible d'être vérifiée empiriquement (Blaug, 1982); la confirmabilité, celle-ci repose sur la démarche probabiliste de Carnap. En effet, une proposition n'est jamais vraie universellement, elle l'est uniquement dans les cas où elle s'applique, et ne peut être confirmée que par l'expérience et les résultats des autres théories. Il s'agit donc de multiplier les tests et les expériences afin d'accroître la probabilité d'une proposition (la généralisation); et enfin, le critère de réfutabilité de Popper, selon lequel une théorie est réfutable si certains résultats peuvent l'infirmier (Popper, 1984). Une théorie n'est donc

scientifique si elle est réfutable. Si celle-ci reste valable quel que soit l'observation elle n'est donc pas scientifique. Il est inconcevable d'affirmer qu'une théorie est vraie, mais il est possible de la considérer comme fausse dès l'or quelle est réfutée. Il est donc pertinent de privilégier l'approche de réfutation de Popper que celle de la confirmation de Carnap.

Très rapidement ce courant positiviste radical a subi plusieurs critiques notamment pour son hypothèse dite d'épistémologie objectiviste et dualiste qui exige au chercheur de rester toujours dans une position d'extériorité par rapport à l'objet étudié. Toutefois, en sciences humaines et sociales, l'être humain est lui-même son propre objet de recherche. Il est par conséquent très difficile d'adopter cette hypothèse dans ce genre de sciences qui présentent des caractéristiques particulières par rapport aux sciences dures. En réponse à ces critiques un réaménagement a été proposé donnant naissance à une nouvelle posture épistémologique appelée le post-positivisme. Cette dernière se caractérise par le passage d'un réalisme naïf à un réalisme critique, et d'un dualisme parfait à un dualisme aménagé. En effet, les post-positivistes considèrent que la réalité n'est parfaitement appréhendable et que l'objectivité du chercheur est modérée et donc les résultats obtenus sont pas parfaitement vrais mais probablement vrais. Il intègre également le principe de falsification dans la mesure où la nature de la connaissance se définit par des hypothèses non falsifiées qui seront probablement des faits et des lois d'une portée universelle (Cherkaoui & Haouata, 2017).

3.2.1.1.2 Le constructivisme

Contrairement au positivisme, le constructivisme est fondé sur le postulat de non-séparabilité dans le processus de connaissance, entre le système observant et le système observé (Von Foerster, 1981). En d'autres termes, un chercheur ne peut pas prétendre que son expérience du réel reflète fidèlement ce réel mais elle peut être influencée par des facteurs multiples tels que son projet de connaissance ou son contexte social et culturel, etc. Cette réflexion remet en cause la notion de vérité absolue dans laquelle la connaissance est censée correspondre exactement au réel tel qu'il est en lui-même (Avenier, 2011). La divergence dans certaines hypothèses fondatrices au sein du courant constructiviste a fait apparaître deux principaux paradigmes, le premier est qualifié de radical ou pragmatique, conceptualisé par Von Glasersfeld (1988; 2001) sur la base des recherches de (Piaget, 1967), et théorisé par Le Moigne (1995; 2001). Le second relève du postmodernisme (Avenier, 2011), conceptualisé essentiellement par des chercheurs en sciences de l'éducation comme Guba et Lincoln (1989; 1998).

Il est vrai que ces deux paradigmes font partie de la réflexion constructiviste, mais ils partagent uniquement une seule hypothèse fondatrice, d'où la nécessité de ne pas limiter la posture épistémologique dans le cadre d'une recherche à l'approche constructiviste, il faut donc préciser

si celle-ci est radicale ou une approche de Guba et Lincoln. En effet, l'approche de Guba et Lincoln est fondée sur l'hypothèse d'ontologie relativiste, qui stipule qu'il n'existe pas une réalité objective mais, de multiples réalités issues d'une construction individuelle et sociale et que celles-ci ne sont pas gouvernées par des lois naturelles, causales ou d'autres sorte. Cette réalité est en évolution constante suivant l'environnement et les interactions sociales (Dicko, 2019). Cependant, la posture radicale n'émet aucune hypothèse ontologique sur l'existence et la nature d'un réel en soi qui serait extérieur au chercheur mais, il n'a pas aussi nié la possibilité de son existence. Cette posture repose plutôt sur l'hypothèse de connaissance phénoménologique qui postule que même s'il existe un tel réel, l'être humain ne peut le connaître de manière rationnelle au-delà de l'expérience qu'il en a (von Glasersfeld, 2001). En ce qui concerne l'aspect méthodologique, le paradigme de Guba et Lincoln fait appel à des méthodes basées sur des interactions approfondies entre le chercheur et les acteurs interrogés. Ces dernières sont ensuite à interpréter selon des techniques herméneutiques puis comparées et mises en contraste via un échange dialectique. Seul ce type de méthodes qui sont éligibles dans ce paradigme contrairement à la posture radicale qui est ouverte à toute méthode (Avenier, 2011).

En somme, selon les constructivistes, les connaissances sont créées et non découvertes (Schwandt, 1994), et ont un caractère subjectif et contextuel. Le but recherché est d'étudier les actions humaines dans leur environnement afin de les comprendre et non de les prédire, de ce fait, le raisonnement indicatif à travers des méthodes qualitatives paraît le plus adéquat et le plus utilisé dans ce paradigme (Dicko, 2019). Les constructivistes proposent des critères de validité différents de ceux utilisés par les positivistes et qui sont le critère de convenance ou d'adéquation (Von Glasersfeld, 1988), qui signifie que la connaissance est valide si celle-ci est applicable à une situation donnée. Le second critère est l'enseignabilité (Le Moigne, 1995), qui stipule que la valeur d'une théorie relève de la capacité du chercheur à argumenter et défendre le processus de construction des connaissances et à prouver leur reproductibilité à travers des nouvelles recherches.

3.2.1.1.3 L'interprétativisme

Ce paradigme présente des hypothèses fondatrices similaires à celles du constructivisme pragmatique. Ils s'accordent sur le fait que ce qui est connaissable est l'expérience humaine, et s'alignent sur l'existence d'une interdépendance entre le sujet connaissant et ce qu'il étudie dans le cadre d'un processus de construction de connaissances. Les deux postulent également que la connaissance produite est dépendante de l'environnement, mais aussi des intentions et finalités qui guident l'action des individus. La divergence entre les deux paradigmes réside dans l'hypothèse ontologique, selon laquelle les interprétativistes s'accordent à la fois pour rejeter l'hypothèse

d'existence d'un réel objectif indépendant du chercheur alors que les pragmatiques ne postulent aucune hypothèse dans ce sens.

Selon Dicko (2019), l'interprétativiste va plus loin que les autres paradigmes. En effet, le chercheur n'interfère pas uniquement avec l'objet étudié mais il en fait une lecture, et accorde un sens aux actions sociales observées. Les connaissances produites sont alors descriptives, et ont un objectif double. Le premier est de permettre au lecteur de suivre en détails la manière dont les interprétations du chercheur ont été élaborées à partir des données empiriques. Le second est de lui communiquer le maximum d'informations afin qu'il s'en inspire pour agir dans un autre contexte (Gavard-Perret et al., 2018).

L'objectif visé par les interprétativistes dans leur processus de connaissance est de comprendre les sens que les différents acteurs participants à une situation donnée attribuent à la réalité et non d'expliquer la réalité tel est le cas dans le courant positiviste. Par conséquent, ce paradigme refuse le principe de généralisation. Dans ce sens, Leca et Plé (2013) ont indiqué que les sociétés sont très différentes et que les fonctions principales peuvent être variables, il n'est donc pas possible de fixer des lois universelles. La validité des construits, selon ce paradigme repose sur deux critères, l'idiographie et l'empathie. Le premier met l'accent sur le privilège accordé à l'analyse des phénomènes particuliers au lieu de se pencher sur la recherche de lois universelles. Quant à l'empathie, elle réfère à une proximité particulière entre le chercheur, les acteurs ainsi que le terrain afin de mieux comprendre la réalité sociale (Perret & Seville, 2003).

Pour synthétiser, le tableau ci-après met en exergue les principales caractéristiques de chacun des paradigmes détaillés précédemment.

Tableau 3-2: Les principaux paradigmes épistémologiques

Paradigmes			
Questions Epistémologiques	Le Positivisme	L'interprétativisme	Le constructivisme
<i>Quel est le statut de la connaissance ?</i>	Hypothèse réaliste : il existe une essence propre à l'objet de connaissance	Hypothèse relativiste : l'essence de l'objet ne peut être atteinte (constructivisme modéré ou interprétativisme) ou n'existe pas (constructivisme radical)	
<i>La nature de la « réalité »</i>	Indépendance du sujet et de l'objet Hypothèse déterministe	Dépendance du sujet et de l'objet Hypothèses Intentionnalistes Le monde est fait de possibilités	

	Le monde est fait de nécessités		
<i>Comment la connaissance est-elle engendrée ? Le chemin de la connaissance scientifique</i>	La découverte Recherche formulée en termes « pour quelles causes » Statut privilégié de l'expression	L'interprétation Recherche formulée en termes de « pour quelles motivations des acteurs » Statut privilégié de la compréhension	La construction recherche formulée en termes de « pour quelles finalités » Statut privilégié de la construction.
<i>Quelle est la valeur de la connaissance ? les critères de validité</i>	Vérifiabilité Confirmabilité Réfutabilité	Idiographie Empathie (révélatrice de l'expérience vécue par les acteurs)	Adéquation Enseignabilité

Source : Perret et Seville (2003)

3.2.1.2 Choix de la posture épistémologique

Dans tout projet de recherche, l'adoption d'une posture épistémologique est une étape déterminante car elle permet de valider et de rendre légitime les résultats obtenus. Ce choix s'effectue en fonction des réponses apportées par chaque paradigme aux quatre questionnements épistémologiques qui sont la nature de la réalité, la nature de la connaissance produite, le chemin de la connaissance et les critères de validité adoptés (Thietart, 2014). Le paradigme le plus approprié et le plus pertinent est celui dont les réponses (qui sont les hypothèses fondatrices) correspondent aux mieux à l'objet de recherche ainsi qu'aux hypothèses formulées.

Après avoir présenté les hypothèses fondatrices des différents paradigmes épistémologiques, il s'avère que notre recherche s'inscrit dans l'approche positiviste. En effet, l'objet de notre recherche est d'étudier la relation entre deux mécanismes de gouvernance (le conseil d'administration et la structure du capital) et la performance financière des entreprises algériennes. Cet objet existe déjà, et il est indépendant de tout type d'intervention qui peut être initiée par nous-mêmes, ce qui correspond exactement à l'hypothèse ontologique du paradigme positiviste. Cet objet réel et indépendant est connaissable à travers l'observation des données empiriques collectées sur les entreprises de notre échantillon, ce qui s'aligne également avec l'hypothèse épistémique liée au même paradigme.

Dans le cadre de notre recherche, nous faisons appel à un ensemble de théories (principalement la théorie de l'agence, la théorie de la dépendance envers les ressources, la théorie de l'intendance et la théorie du financement hiérarchique) pour développer nos hypothèses que nous testerons statistiquement afin de porter un jugement sur leur validité à travers les critères de vérifiabilité, de confirmabilité et de réfutabilité utilisés par les positivistes. Par ailleurs, notre

problématique est de nature explicative et causale et vise à comprendre, expliquer et prédire d'une façon objective notre objet de recherche, et ce, afin d'aboutir à la généralisation des relations étudiées sur l'ensemble de la population en utilisant un échantillon élargi. De ce fait, la problématique et l'objectif de notre thèse sont conformes à la posture positiviste dans laquelle le but de la construction des connaissances est la recherche de lois universelles.

Quant à la question méthodologique, nous adoptons une démarche hypothético-déductive. Ce type de raisonnement passe du général qui est la théorie au particulier qui sont les faits observés d'une manière empirique. Il s'agit donc de définir les théories qui nous permettent de formuler nos hypothèses qui seront testées par la suite en utilisant les données empiriques collectées, et ce, à travers des études quantitatives. Cette démarche est la plus dominante dans le courant de pensée positiviste (Bryman & Bell, 2007; Hussey & Hussey, 1997).

Il est très pertinent de signaler que la relation entre la gouvernance et la performance des entreprises a été largement débattu notamment dans les pays développés et a fait l'objet d'une littérature abondante. Les diverses théories développées et les études précédentes nous ont permis de formuler des hypothèses relatives aux pays en voie de développement et en particulier le contexte algérien. Les études empiriques antérieures sur ce sujet s'inscrivent majoritairement dans une approche positiviste (Malik & Makhdoom, 2016; John et al., 2020). Par conséquent, ce paradigme paraît le plus dominant dans le domaine de la gouvernance d'entreprise notamment dans les travaux adoptant une approche multi-théories (Zattoni et al., 2013; Gitundu et al., 2016). Tous ces éléments confirment que notre recherche fait partie du paradigme positiviste.

3.2.2 Le cadre méthodologique

Après l'identification du positionnement épistémologique adéquat à notre recherche, il est nécessaire de définir les choix méthodologiques qui seront utilisés. Certes, ce choix n'est pas arbitraire, mais il découle du paradigme adopté.

3.2.2.1 Choix de l'approche quantitative

La recherche, notamment en sciences de gestion se caractérise par deux grandes approches qui sont l'approche qualitative et quantitative. La distinction entre les deux, repose essentiellement sur trois critères à savoir l'orientation de la recherche, le caractère subjectif ou objectif des résultats et encore la flexibilité de la recherche (Thietart, 2014). Brabet (1988) indique à propos du premier critère, que les recherches quantitatives s'orientent vers la vérification quant aux recherches qualitatives, elles suivent une démarche exploratoire. Par ailleurs, l'approche quantitative est généralement associée à une grande objectivité grâce à la précision apportée par les techniques statistiques utilisées dans cette approche, contrairement à l'approche qualitative à laquelle une grande subjectivité y est reconnue (Grawitz, 2000). De surcroît, l'approche qualitative jouisse d'une

grande flexibilité qui permet au chercheur de réajuster sa problématique à mi-chemin pour aboutir à des résultats issus du terrain (Stake, 1995), tandis que l'approche quantitative présente une certaine rigidité due à une stratégie de recherche bien définie au préalable (Bryman, 1999).

En se basant sur ces critères, l'approche quantitative paraît la plus adéquate pour notre objet de recherche, et la plus appropriée à notre positionnement épistémologique positiviste basé sur un raisonnement déductif. En effet, certains chercheurs lient cette approche à un raisonnement déductif à l'opposé de son homologue qualitative qui est souvent rattachée à une démarche inductive (Hammersley, 1999). D'après Silverman (1993), l'approche quantitative est considérée comme l'approche la plus encrées dans le paradigme positiviste vu la grande objectivité qu'elle garantit. En outre, la littérature en matière de la gouvernance et la performance des entreprises montre que cette approche est la plus répondue. Dans ce sens, on trouve les recherches de Kiel et Nicholson (2003); Al-Matari et al. (2014) et Mubeen et al. (2020).

Dans le cadre de notre recherche, l'approche quantitative retenue va s'appuyer sur l'expérimentation des variables dépendantes, indépendantes auxquelles s'ajoutent d'autres variables médiatrices et/ou modératrices sur un panel d'entreprises algériennes. Ces variables sont sélectionnées sur la base des études antérieures qui mettent en évidence leur importance dans l'analyse de la relation entre la gouvernance et la performance des entreprises. En outre, les variables sélectionnées sont les plus pertinentes pour l'environnement algérien qui a fait preuve d'une grande particularité en la matière. Ces variables devraient donc avoir des impacts significatifs sur les performances des entreprises algériennes.

3.2.2.2 Échantillon et source de données

L'objectif de notre recherche est d'étudier les relations entre deux mécanismes de gouvernance (la structure du capital et le conseil d'administration) et la performance des entreprises algériennes privées. Notre population se compose alors de toutes les entreprises algériennes privées qui disposent d'un conseil d'administration à l'exception des sociétés financières qui ont une structure de capital et un mode de gouvernance différent. Ce type d'entreprises a été exclu pour la même raison dans de nombreuses études qui traitent la question de la gouvernance et la performance telles que les recherches de Haniffa et Hudaib (2006); Al-Matari et al. (2014); Liu et al. (2015); Makhoul et al. (2017) et Arora et Bodhanwala (2018).

La présente étude est basée sur les données d'entreprises exclusivement en coupe longitudinale. La période d'étude couvre les années 2015 jusqu'à 2019. Le choix de cette période revient à notre volonté de se focaliser sur les données les plus actuelles des entreprises. La période d'étude se termine en 2019 qui représente l'année la plus récente pour laquelle des données étaient disponibles lors de la collecte des données pour cette étude.

Les données concernant la structure du capital et la performance financière ont été collectées à partir du portail « Sidjilcom » du Centre National du Registre du Commerce (CNRC) accessible via un abonnement. Le lancement de cette plateforme remonte à l'année 2014 dans le cadre de numérisation du registre du commerce. Ce portail est donc récent, la raison pour laquelle il n'est pas très utilisé dans les études antérieures qui faisaient appel généralement aux rapports annuels pour la collecte de données sur les entreprises. Les données sur les conseils d'administration ont été collectées directement auprès des entreprises (réception de documents internes, entretiens avec des responsables de l'entreprise).

La taille de notre échantillon sélectionné était basée sur un compromis entre les limites de la collecte manuelle de données et la nécessité de disposer de suffisamment de données pour atteindre les objectifs de notre thèse et garantir une analyse représentative de la population étudiée. Pour cela, nous avons fait appel à une méthode d'échantillonnage non probabiliste basée sur des critères de sélection pratiques permettant de respecter les caractéristiques de notre population. Cette méthode a été largement utilisée dans les études antérieures sur la gouvernance d'entreprise (Mariri & Chipunza, 2011; Otman, 2014; Arilyn et al., 2019; Wahyudi & Chairunesia, 2019). Certes, le recours à l'échantillonnage probabiliste offre une meilleure estimation et améliore la crédibilité et la fiabilité car il garantit que tous les membres de la population ont une chance égale d'être sélectionnés (Taherdoost, 2016). Cependant, sa mise en œuvre dans notre contexte est très difficile. Un facteur très important dicte la sélection de notre échantillon final, à savoir l'indisponibilité des données. La base de données « Sidjilcom » utilisée pour la collecte de données financières ne fournit pas parfois les données intégrales pour certaines entreprises sur toute la période de recherche, et certaines entreprises n'ont pas répondu à notre demande d'informations sur leur conseil d'administration, ce qui nous a conduit à exclure les entreprises affichant des données manquantes. Par conséquent, notre panel initial de 360 entreprises a été réduit à un panel final équilibré de 120 entreprises avec 600 observations (entreprise-année).

En comparant l'échantillon de notre étude à ceux utilisés dans les études antérieures sur la gouvernance d'entreprise menées dans le contexte algérien, il s'avère que notre étude utilise une taille d'échantillon plus grande et une période d'observation relativement longue, ce qui donne un nombre d'observations important. La littérature dans ce domaine montre que les études précédentes ont utilisé un périmètre bien précis (uniquement les entreprises publiques ou les entreprises cotées en bourse ou encore les entreprises financières) ou un nombre limité d'entreprises compensé parfois par une période d'étude relativement longue pour augmenter le nombre d'observations. Cela est dû principalement à la difficulté d'accès aux données dans le contexte algérien. Certaines recherches ont même utilisé une seule entreprise. À titre d'exemple,

Aissat Leghima et Assous (2015) ont analysé une seule entreprise publique « ENIEM » sur la période 2010-2012. Sehaba et Lahlou (2019) dans leur recherche sur le rôle du conseil d'administration ont étudié aussi une seule entreprise publique « PMAT » sur une période longue de 2007-2016. Draou et Douah (2018) dans leur article sur l'impact de la gouvernance sur la création de la valeur ont également utilisé une seule entreprise publique cotée en bourse « Saidal », et ce, pour une période de 16 ans de 1999 jusqu'à 2015. De même, Salaouatchi et al. (2017) ont centré leur recherche sur une seule PME privée « JUTOP » sur une période allant de 2004-2014.

D'autres études ont utilisé un échantillon très réduit. Dans ce sens, Sadaoui et Khenniche (2015) ont analysé cinq entreprises algériennes (El- Aurassi, Saidal, Sonelgaz, SPA Dahli, NCA Rouiba) sur la période de 2010-2012. Belmedjahed et Douah (2018), dans leur article ont abordé la problématique de la gouvernance d'entreprise dans deux compagnies d'assurances (Cash assurances et Alliance assurances) sur la période de 2013-2015. Kerzabi et Kerzabi (2017) ont étudié la relation entre la gouvernance et la performance dans les sociétés cotées en bourse (Saidal, Alliance Assurances, El-Aurassi, NCA-Rouiba) sur une période de 11 ans allant de 2005-2015. Cheurfi (2019), dans son analyse de l'effet des caractéristiques du conseil d'administration sur la gestion des résultats a utilisé un échantillon de 18 entreprises algériennes sous forme de sociétés par actions, observées sur une durée de 3 ans de 2014 à 2016.

3.2.2.3 Modèle de recherche

Notre recherche vise à analyser les relations entre les caractéristiques du conseil d'administration, la structure du capital et la performance financière des entreprises algériennes. Pour ce faire, nous proposons trois modèles de recherche. Tout d'abord, le modèle (1) analyse l'impact direct de la structure du capital (le taux d'endettement et la maturité de la dette) et les caractéristiques du conseil d'administration (la taille du conseil, la dualité du dirigeant, l'indépendance des administrateurs, la diversité des genres, la diversité des nationalités et la diversité des âges) sur la performance financière des entreprises. Le modèle (2) s'intéresse à l'impact des caractéristiques du conseil d'administration sur la structure du capital. Les deux premiers modèles vont permettre aussi de savoir si la structure du capital est un médiateur de la relation entre le conseil d'administration et la performance financière. Enfin, le modèle (3) examine l'impact de l'interaction entre la structure du capital et du conseil d'administration sur la performance des entreprises algériennes. Dans les trois modèles, les spécificités de l'entreprise (la taille, l'âge, la nature de propriété, les garanties, la liquidité, les opportunités de croissance, le secteur d'activité ainsi que les variables muettes de l'année) sont prises en compte en tant que variables de contrôle.

Modèle 1 :*Performance*

$$\begin{aligned}
&= \alpha_1 + \beta_1 \text{Taille du CA} + \beta_2 \text{Dualité du dirigeant} \\
&+ \beta_3 \text{Indépendance des administrateurs} + \beta_4 \text{Diversité des genres} \\
&+ \beta_5 \text{Diversité des nationalités} + \beta_6 \text{Diversités des âges} \\
&+ \beta_7 \text{Taux d'endettement} + \beta_8 \text{Maturité de la dette} \\
&+ \gamma_1 \text{Taille de l'entreprise} + \gamma_2 \text{Age de l'entreprise} \\
&+ \gamma_3 \text{Nature de propriété} + \gamma_4 \text{Garanties} + \gamma_5 \text{Liquidité} \\
&+ \gamma_6 \text{Opportunités de croissance} + \text{Secteur d'activité} + \text{Année} + \varepsilon_1
\end{aligned}$$

Modèle 2 :*Structure du capital*

$$\begin{aligned}
&= \alpha_2 + \beta_1 \text{Taille du CA} + \beta_2 \text{Dualité du dirigeant} \\
&+ \beta_3 \text{Indépendance des administrateurs} + \beta_4 \text{Diversité des genres} \\
&+ \beta_5 \text{Diversité des nationalités} + \beta_6 \text{Diversités des âges} \\
&+ \gamma_1 \text{Taille de l'entreprise} + \gamma_2 \text{Age de l'entreprise} \\
&+ \gamma_3 \text{Nature de propriété} + \gamma_4 \text{Garanties} + \gamma_5 \text{Liquidité} \\
&+ \gamma_6 \text{Opportunités de croissance} + \text{Secteur d'activité} + \text{Année} + \varepsilon_2
\end{aligned}$$

Modèle 3 :*Performance*

$$\begin{aligned}
&= \alpha_3 + \beta_1 \text{Taille du CA} + \beta_2 \text{Dualité du dirigeant} \\
&+ \beta_3 \text{Indépendance des administrateurs} + \beta_4 \text{Diversité des genres} \\
&+ \beta_5 \text{Diversité des nationalités} + \beta_6 \text{Diversité des âges} + \beta_7 \text{Taux d'endettement} \\
&+ \beta_8 \text{Maturité de la dette} \\
&+ \beta_8 (\text{Taille du CA}, \text{Dualité du dirigeant}, \text{Indépendance des administrateurs}, \text{Diversité des genres}, \\
&* (\text{Taux d'endettement}, \text{Maturité de la dette}) + \gamma_1 \text{Taille de l'entreprise} \\
&+ \gamma_2 \text{Age de l'entreprise} + \gamma_3 \text{Nature de propriété} + \gamma_4 \text{Garanties} + \gamma_5 \text{Liquidité} \\
&+ \gamma_6 \text{Opportunités de croissance} + \text{Secteur d'activité} + \text{Année} + \varepsilon_3
\end{aligned}$$

3.2.2.4 Opérationnalisation des variables

Afin de répondre à nos objectifs de recherche modélisés dans les équations présentées précédemment, il est nécessaire de définir les variables de mesure utilisées. Dans ce qui suit, nous définissons les variables liées au conseil d'administration, à la structure du capital, à la performance de l'entreprise ainsi qu'aux variables de contrôle utilisées dans cette étude.

3.2.2.4.1 Les variables de la performance financière

Étant donné que le marché boursier algérien comporte que cinq entreprises cotées durant la période de notre analyse (2015-2019), notre échantillon est donc composé uniquement des entreprises non cotées en bourse. Cela nous a conduit à limiter l'analyse de la performance financière à des indicateurs comptables bien que la plupart des recherches reconnaissent que les indicateurs boursiers de la performance (Q de Tobin, le ratio de Marris, la mesure de Sharpe ...) sont les seuls sensibles notamment à la structure du capital. Cela va nous permettre donc de conclure le caractère discriminant du marché financier sur cette relation entre les mécanismes de gouvernance et la performance des entreprises. Par conséquent nous retenons dans notre recherche les indicateurs ROA et le ROE comme les seules mesures de performance.

A. ROA : La rentabilité des actifs indique la capacité d'une entreprise à générer des bénéfices en utilisant son actif. Le ROA reflète donc l'efficacité du management dans l'utilisation de ses actifs pour générer des bénéfices. Son calcul ne prend pas en compte la notion d'endettement, ce qui justifie son insensibilité à l'effet de levier, qui permet de générer un bénéfice par le biais de l'endettement. Nous retenons le rapport entre le résultat net et le total actif comme mesure de cet indicateur en se référant aux études de Choi et Hasan (2005); Chen et al. (2005); Madani et Khelif (2010); Pouraghajan et al. (2012); Le et Phan (2017); Habib et al. (2016).

B. ROE : Afin d'avoir une vision plus large sur la performance de l'entreprise, nous utilisons la rentabilité des capitaux propres qui permet d'intégrer l'endettement. Le ROE est mesuré par le rapport entre le résultat net et les capitaux propres à l'instar de Choi et Hasan (2005); Cheng et al. (2010); Madani et Khelif (2010); Nguyen et Nguyen (2015); Peck-Ling et al. (2016); Sbai et Meghouar (2017); Le et Phan (2017).

3.2.2.4.2 Les variables de la structure du capital

Deux variables de la structure du capital ont été retenues dans cette étude et qui sont le ratio de l'endettement total et la maturité de la dette.

A. Ratio de l'endettement total (DT) : mesuré par le rapport entre la dette totale et l'actif total à l'instar des études de Zeitun et Tian (2007); Ebaid (2009); Pouraghajan et al. (2012); Kebewar (2012); Salim et Yadav (2012); Nirajini et Priya (2013); Javed et al. (2014); Kim (2015); Nguyen et Nguyen (2015); Detthamrong et al. (2017); Firdaus et al. (2019).

B. Maturité de la dette (MD) : Il n'existe pas un consensus sur la définition de la dette à long terme, certains auteurs considèrent la dette à long terme comme celle dont l'échéance dépasse un an, d'autres utilisent celle à plus de trois ans ou à plus de 5 ans. Dans cette étude la maturité de la dette est mesurée par le rapport entre la dette à long terme (à plus d'un an) et la dette totale. Cette

mesure a été utilisée dans plusieurs recherches telles que celles de Scherr et Hulburt (2001); Séverin (2012); Kim (2015); Mard et al. (2016).

3.2.2.4.3 Les variables du conseil d'administration

Six caractéristiques du conseil d'administration ont été utilisées dans cette étude, à savoir la taille du conseil, la dualité du dirigeant, l'indépendance des administrateurs, la diversité des genres, la diversité des nationalités et la diversité des âges. Ces caractéristiques sont mesurées comme suit :

A. Taille du CA (TCA) : la majorité des études antérieures telles que Abor (2007); Rachdi et El Gaied (2009); Isidro et Sobral (2014); Liu et al. (2015); Makhoul et al. (2017) ont utilisé le logarithme népérien du nombre total des administrateurs comme mesure de la taille du conseil d'administration. Pour cela, nous retenons cette mesure dans notre étude.

B. Dualité du dirigeant (DUA) : pour mesurer la dualité, une variable binaire a été utilisée, et qui prend une valeur d'un lorsque la fonction du directeur général et celle du président du conseil d'administration sont cumulées, et zéro ailleurs. Cette mesure a été utilisée dans la majorité des études empiriques telles que Chouchane (2010); Khanh et al. (2020); Rachdi et El Gaied (2009); Azeez (2015); Yu et Ashton (2015); Roy (2016); Detthamrong et al. (2017); Chen (2019).

C. Indépendance des administrateurs (IND) : mesurée par le pourcentage des administrateurs non exécutifs (les administrateurs externes qui n'interviennent pas dans la gestion de l'entreprise). Cette mesure a été largement utilisée dans les études antérieures telles que Darko et al. (2016); Detthamrong et al. (2017); Vu et al. (2018); Al-Matari (2020); Al Farooque et al. (2020).

D. Diversité des genres (DGND) : Conformément aux recherches de Campbell et Mínguez-Vera (2008); Abobakr et Elgiziry (2015); Jaradat (2015); Detthamrong et al. (2017); Vu et al. (2018); Khanh et al. (2020), cette étude utilise le pourcentage des femmes au conseil d'administration comme mesure de la diversité des genres.

E. Diversité des nationalités (DNAT) : en se référant aux travaux de Choi et Hasan (2005); Abor (2007); Gulamhussen et Guerreiro (2009); Jaradat (2015); Sbai et Meghouar (2017), la présente recherche utilise le rapport entre les administrateurs étrangers et la taille du CA comme mesure de la diversité des nationalités.

F. Diversité des âges (DAGE) : plusieurs mesures de la diversité des âges ont été utilisées dans la littérature. Certaines études catégorisent l'âge des administrateurs en tranches d'âge (Kim & Lim, 2010; Mahadeo et al., 2012), d'autres utilisent l'âge moyen des membres du conseil d'administration (Bonn et al., 2004; Prior Jonson et al., 2020) ou l'indice de Blau (Darmadi, 2011) ou encore le coefficient de variation de l'âge. Suivant cette dernière approche, la diversité d'âge dans cette recherche est mesurée par le coefficient de variation (l'écart type des âges des membres

du conseil d'administration divisé par leur âge moyen), conformément aux études de Pelled et al. (1999); Rivas (2012); Ali et al. (2014); Li et Wahid (2018); Talavera et al. (2018).

3.2.2.4.4 Les variables liées aux spécificités de l'entreprise

Les variables de contrôle utilisées dans le cadre de notre étude sont celles reconnues dans la littérature comme des déterminants de la structure du capital et de la performance financière.

A. Taille de l'entreprise (TE)

La taille de l'entreprise est considérée comme l'un des déterminants de la structure du capital. La théorie du compromis et la théorie du signal prédisent un impact positif de la taille sur l'endettement. En effet, les grandes entreprises sont généralement plus diversifiées et affichent des faibles coûts de détresse financière et moins de risque de faillite (Rajan & Zingales, 1995). Quant à la théorie du financement hiérarchique, elle prédit une relation négative entre la taille et l'endettement. Selon cette théorie, les grandes entreprises jouissent généralement d'une réputation bien établie sur les marchés, ce qui réduit les asymétries d'information entre l'entreprise et les investisseurs externes. Elles peuvent donc émettre des actions plus facilement par rapport à leurs homologues de petite taille, qui sont souvent confrontés à de sérieux problèmes de sélection adverse (Yousef, 2019). De plus, les grandes entreprises accumulent plus de ressources internes et ont donc besoin de moins de dette (López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008).

La taille de l'entreprise est aussi un des déterminants de la performance financière. En effet, les grandes entreprises disposent d'une plus grande variété de capacités et peuvent bénéficier d'économies d'échelle (Majumdar & Chhibber, 1999). Elles sont également moins exposées au risque de faillite, et peuvent être en mesure d'engager des coûts de transactions et des coûts d'information plus faibles en raison de la bonne qualité de l'information financière (Adair & Adaskou, 2011). L'étude de Azeez (2015) a également confirmé ce lien positif entre la taille de l'entreprise et sa performance. Cependant, les grandes entreprises peuvent avoir des problèmes de coordination et de communication qui peuvent influencer négativement leur performance (Williamson, 1967). Cette relation négative a été confirmée par l'étude de Detthamrong et al. (2017).

Dans le cadre de notre étude, la taille est mesurée par le logarithme népérien de l'actif total, conformément aux études d'Abor (2007); Chouchane (2010); Tongkong (2012); Séverin (2012); Zhang et al. (2014); Abobakr & Elgiziry (2015); Firdaus et al. (2019); Almoneef et al. (2019); Khanh et al. (2020).

B. Age de l'entreprise (AGE)

L'âge est un autre déterminant de la structure du capital. La théorie du compromis et la théorie du signal prédisent une relation positive entre l'âge de l'entreprise et le ratio d'endettement,

du fait que les entreprises plus âgées jouissent d'une meilleure réputation et une plus grande expérience qui peuvent conduire à la réduction des asymétries d'information en raison d'un signal positif sur la bonne qualité des investissements potentiels. À l'inverse, la théorie du financement hiérarchique suppose une relation négative entre l'âge et la dette. Cela revient au fait que le nombre d'années pendant lesquelles une entreprise est en activité est crucial et aide cette dernière à générer plus de ressources internes au fil du temps, minimisant ainsi le besoin du recours au financement externe. Palacín-Sánchez et al. (2013) soulignent que les jeunes entreprises se trouvent obligées de s'endetter pour accumuler les ressources dont elles ont besoin durant leurs premières années de vie. Cette relation négative a été vérifiée par Chittenden et al. (1996); Jordan et al. (1998); Michaelas et al. (1999); Hall et al. (2000); Bhaïrd et Lucey (2010) et Noulas et Genimakis (2011).

L'âge de l'entreprise peut également affecter la performance de l'entreprise. En effet, le temps aide les entreprises à cumuler des ressources et des expériences qui leur permettent d'être plus performantes (Ang et al., 2000). L'étude de Kabir et Thai (2017) a confirmé cette relation positive de l'âge sur les mesures comptables de la performance. Cependant, les recherches qui se focalisent sur la théorie du cycle de vie supposent que les jeunes entreprises sont plus performantes car elles se situent en phase de croissance dont elles réalisent des bénéfices importants. Une fois la maturité est dépassée, une phase de déclin débute, les opportunités de croissance diminuent et l'entreprise afficherait des performances plus faibles. Sur le plan empirique, Detthamrong et al. (2017) ont abouti à une relation négative entre l'âge de la firme mesuré par le nombre d'années depuis son introduction en bourse et le ROA. Les études d'Alsahafi (2017) et de Nguyen et al. (2014) ont également confirmé cette relation négative. Quant à Azeez (2015), son étude n'a trouvé aucun lien entre l'âge de l'entreprise et la performance.

Dans cette étude, l'âge de l'entreprise est mesuré par le logarithme népérien des années depuis la création de l'entreprise suivant les études de Isidro et Sobral (2014); Roy (2016) et Kabir et Thai (2017).

C. Nature de propriété (NPR)

La littérature en matière de la gouvernance d'entreprise accorde une attention particulière à la structure et la nature de propriété et sa relation avec la structure du capital. Dans le cadre de cette étude nous mettons l'accent sur la propriété familiale. Souvent, les entreprises familiales sont associées à des taux d'endettement faibles. Cela revient au fait que ces dernières ont tendance à être plus conservatrices et plus motivées à créer de la richesse pour les successeurs. Afin d'éviter la dilution du contrôle familial et la mise en péril des intérêts des générations futures, les entreprises familiales évitent le financement externe même en perdant parfois des opportunités de croissance (Blanco-Mazagatos et al., 2007). Par conséquent, les bénéfices non répartis et l'épargne

personnelle sont des sources de financement privilégiées dans ce genre d'entreprises. En revanche, les résultats des études empiriques sont mitigés, et ne conduisent pas à des conclusions similaires. Certaines études ont montré que les entreprises familiales ont des taux d'endettement inférieurs à ceux des entreprises non familiales telles que Mishra et McConaughy (1999) dans le contexte américain, Margaritis et Psillaki (2010) en France, Ampenberger et al. (2011) en Allemagne. D'autres, telles que King et Santor (2008) dans le contexte canadien, Setia-Atmaja et al. (2009) sur les entreprises australiennes et Mulyani et al. (2016) en Indonésie, ont conclu que les entreprises familiales ont un niveau d'endettement plus élevé que leurs homologues non familiales. Quant aux recherches de Anderson et Reeb (2003b) aux États-Unis et Haider et al. (2021) dans le contexte asiatique, ces dernières n'ont pas trouvé de relation significative entre la propriété familiale et le niveau de l'endettement.

L'impact de la propriété familiale sur la performance des entreprises a également suscité l'attention des chercheurs sans aboutir toutefois à un consensus. Certaines supposent que les entreprises familiales sont plus performantes que leurs homologues non familiales. En effet, dans les entreprises familiales, les coûts d'agence sont réduits vu que les intérêts des propriétaires et des dirigeants sont alignés, il n'est pas donc nécessaire de développer des mécanismes de contrôle intenses. En outre, l'actionnariat familial privilégie un horizon à long terme, il favorise donc les décisions créatrices de valeur et une politique d'investissement à long terme qui permettent d'assurer la pérennité de l'entreprise et du contrôle familial. De plus, l'actionnariat familial est moins incité à s'attribuer des bénéfices privés au détriment des actionnaires minoritaires afin de préserver sa réputation (Mard et al., 2014). L'étude de Anderson et Reeb (2003a) effectuée dans le contexte américain a conclu que les entreprises familiales ont de meilleures performances par rapport aux entreprises non familiales. Chu (2011) a également trouvé une relation positive entre la propriété familiale et la performance des entreprises taiwanaises. Cette relation est plus forte lorsque les membres de la famille sont des directeurs exécutifs ou des cadres supérieurs ou des membres du conseil d'administration. Une relation positive a été également confirmée par Barontini et Caprio (2006) dans le contexte européen (dans 11 pays européens) et par Kao et al (2019) au Taïwan. Cependant, d'autres études ont montré que les entreprises familiales sont moins performantes que celles non familiales. L'argument principal de ces études se base sur la théorie de l'enracinement qui suppose que les actionnaires familiaux peuvent tenter de conserver le pouvoir pour en retirer des bénéfices personnels. Pour cela, ils peuvent entraver la transparence ou affaiblir les mécanismes de gouvernance en refusant, par exemple, la séparation entre les postes de président du conseil et de directeur général, ou en privilégiant des administrateurs non indépendants, ce qui peut nuire à la performance de l'entreprise. Les études de Alipour (2013) sur

les entreprises iraniennes, Choi et al (2007) dans le contexte coréen et Gupta et Nashier (2017) en Inde, ont confirmé cette relation négative entre la propriété familiale et la performance des entreprises. En revanche, les études de Filatotchev et al (2005) dans le contexte taiwanais et Miller et al. (2007) aux États-Unis n'ont pas trouvé de différence entre la performance des entreprises familiales et non familiales.

D'autres études ont abouti à des relations complexes entre la propriété familiale et la performance. L'étude de Shyu (2011) a montré une relation non linéaire sous forme de U inversé entre la propriété familiale et la performance des entreprises taiwanaises. Selon cette étude, la performance augmente avec l'augmentation de la propriété familiale jusqu'au seuil de 30 %. À partir de ce seuil, un enracinement peut apparaître dans ces entreprises, ce qui conduit à la détérioration de la performance. Le même résultat a été confirmé par Mard et al. (2014) sur les entreprises françaises. Selon Villalonga et Amit (2006), la propriété familiale ne crée de la valeur que lorsque le fondateur est directeur général ou président du conseil d'administration avec un directeur général embauché (extérieur). Lorsque les descendants sont des dirigeants, la valeur de l'entreprise sera détruite. Cette étude suggère que le conflit classique propriétaire-dirigeant dans les entreprises non familiales est plus coûteux que le conflit entre actionnaires familiaux et non familiaux dans les entreprises fondateurs-dirigeants. Cependant, le conflit entre actionnaires familiaux et non familiaux dans les entreprises descendants-dirigeants est plus coûteux que le conflit propriétaire-dirigeant dans les entreprises non familiales.

La majorité des études empirique utilisent le pourcentage des actions détenues par la famille pour mesurer la propriété familiale. Dans le cadre de notre recherche, et conformément aux travaux de Mard et al. (2014); Sener (2014); Roy (2016) et Gupta et Nashier (2017), nous mesurons la nature de propriété par une variable binaire qui prend une valeur de 1 lorsque l'entreprise est familiale, et 0 ailleurs.

D. Garanties (GRT) :

La théorie des compromis et la théorie de l'agence s'accordent sur une relation positive entre les garanties et le niveau de l'endettement. En effet, les immobilisations corporelles peuvent être utilisées comme garanties lors de la demande de prêt et, par conséquent, elles devraient être positivement corrélées à la dette. En outre, les garanties réduisent les problèmes d'agence avec les créanciers et minimisent les coûts de faillite et le risque de crédit (Dasilas & Papasyriopoulos, 2015). Plusieurs études ont confirmé cette relation positive entre les garanties et la dette, à savoir De Jong (1999); Michaelas et al. (1999); Bevan et Danbolt (2004). En revanche, la théorie du financement hiérarchique prédit une relation négative entre les garanties et l'endettement. Selon cette théorie les entreprises avec peu d'actifs corporels sont les plus sensibles aux asymétries

d'informations. Elles ont davantage recours à la dette qui est un moyen de financement externe moins sensible aux asymétries d'informations que les actions (Harris et Raviv, 1990). Selon Degryse et al. (2012) et Mateev et al. (2013), la structure des actifs peut affecter différemment la dette à court et à long terme. Il est de même pour Ortiz-Molina et Penas (2008), qui ont confirmé que les garanties ont une relation négative avec la dette à court terme et une relation positive avec la dette à long terme.

La relation entre les garanties et la performance financière a également abouti à des résultats mitigés. Certains chercheurs tels que Majumdar et Chhibber (1999); Margaritis et Psillaki (2007) ont confirmé une relation positive entre les garanties et la performance de l'entreprise. Selon Himmelberg et al. (1999), les immobilisations corporelles sont faciles à surveiller et permettent d'atténuer les conflits d'agence entre actionnaires et créanciers et réduisent donc les coûts d'agence liés à la dette. D'autres, tels que Rao et al. (2007); Zeitun et Tian (2007); Weill (2008); Nunes et al. (2009); Kebewar (2012); Vătavu (2015) ont montré une relation négative entre les garanties et la performance de l'entreprise. Cette relation est justifiée par le fait que les actifs fixes sont illiquides et empêchent les entreprises de saisir les potentielles opportunités d'investissement, contrairement aux actifs liquides qui permettent à l'entreprise de profiter de ses possibilités de croissance en mettant à sa disposition des fonds internes disponibles immédiatement.

Conformément aux études de Trabelsi (2006); Jiraporn et Liu (2008); Li et al. (2009); Chakraborty (2010); Margaritis et Psillaki (2010); Najjar et Petrov (2011), nous adoptons le rapport entre les immobilisations corporelles et le total actif comme mesure des garanties.

E. Liquidité (LIQ):

La liquidité est une deuxième dimension de la structure des actifs qui exerce une influence sur la dette. Selon la théorie du compromis, la liquidité est positivement liée à l'endettement. Les entreprises illiquides ont des difficultés à accéder à la dette, car les coûts de faillite sont élevés. Cependant, celles ayant un ratio de liquidité élevé ont une capacité importante d'honorer leurs engagements à court terme, et d'augmenter ainsi le niveau de l'endettement (Ozkan, 2001). En revanche, la théorie du financement hiérarchique suppose une relation négative entre la liquidité et le niveau d'endettement car si l'entreprise dispose d'un ratio de liquidité général élevé, elle aura moins tendance à s'endetter puisqu'elle préférera dans un premier temps s'autofinancer (Myers & Majluf, 1984). Les études de Harris et Raviv (1990); Eriotis et al. (2007); Najjar et Petrov (2011) ont confirmé empiriquement cette relation négative entre l'endettement et la liquidité.

La liquidité peut être aussi considérée comme un signal sur la performance et les perspectives d'une entreprise. En effet, une liquidité élevée permet aux entreprises d'avoir plus

d'investissements et d'atténuer les problèmes de détresse financières, augmentant ainsi la performance des entreprises (Cho, 1998). Les études de Padachi (2006); Vishnani et Shah (2007); Le et Phan (2017) ont soutenu cette vision et ont confirmé une relation positive entre la liquidité et la performance de l'entreprise. Cependant, Alipour (2013) a abouti à des résultats mitigés en fonction des mesures de performance utilisées. Cette étude a confirmé que le ratio de liquidité a une relation négative avec le ROA et le Q de Tobin, et une relation positive avec le ROE. En se référant à Jensen (1986), l'existence des flux de trésorerie libres peut inciter les dirigeants à investir dans des projets moins rentables d'où l'impact négatif de la liquidité sur la performance financière.

Conformément aux études de Deesomsak et al. (2004); De Jong et al. (2008); Nenu et al. (2018), nous mesurons la liquidité par le rapport entre l'actif courant et le passif courant.

F. Opportunités de croissance (OC) :

La théorie du compromis prédit une relation négative entre les opportunités de croissance et la dette. En effet, les entreprises à fortes opportunités de croissance disposent des actifs intangibles. Ces dernières ont donc tendance à moins s'endetter que celles ayant des actifs plus tangibles car les opportunités de croissance ne peuvent servir de garanties aux créanciers. Les études de Titman et Wessels (1988), Fama et French (2002) et Graham et Harvey (2001) ont confirmé empiriquement cette relation négative. Quant à la théorie du signal et du financement hiérarchique, elles supposent que les opportunités de croissance sont positivement corrélées avec l'endettement. Cela revient au fait que les entreprises à forte croissance sont plus susceptibles de lever de nouveaux fonds que les entreprises sans possibilités de croissance (De Jong, 1999). L'endettement, notamment à court terme est privilégié car il représente la source de financement externe la moins sujette aux asymétries d'informations (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984). Dans ce sens, Hall et al. (2000) ont confirmé une relation positive entre les opportunités de croissance et la dette à court terme. Le même résultats a été confirmé par Degryse et al. (2012), mais pour la dette à court et à long terme. Michaelas et al. (1999) ont également confirmé ce lien positif entre les opportunités de croissance et la dette (dette totale, dette à court et à long terme).

D'un autre côté, la littérature financière souligne que les opportunités de croissances peuvent exercer une influence sur la performance de l'entreprise. La majorité des études empiriques telles que celles de Zeitun et Tian (2007); Jiraporn et Liu (2008); Margaritis et Psillaki (2010); Kebewar (2012); Le et Phan (2017) ont confirmé que les opportunités de croissance sont positivement corrélées avec la performance des entreprises. L'argument principal de ces dernières, revient au fait que les entreprises ayant un taux de croissance élevé sont capables de créer plus de valeur grâce aux opportunités d'investissement dont elles disposent.

Les opportunités de croissance sont mesurées, dans notre étude par la variation d'une année à l'autre du chiffre d'affaire, conformément aux études de Zeitun et Tian (2007); Chakraborty (2010); Nenu et al. (2018).

G. Secteur d'activité:

Chaque secteur d'activité présente des caractéristiques spécifiques et des modes de fonctionnement particuliers, et reflète d'une façon synthétique le risque lié à l'activité de l'entreprise. Le secteur d'activité peut donc exercer une influence sur le choix de la structure du capital (Adair & Adaskou, 2011). Li & Islam (2019) ont souligné que les facteurs propres à un secteur d'activité influencent le choix de la structure du capital. Ils ont conclu que l'endettement est positivement lié à la contribution du secteur d'activité au PIB. Les entreprises opérant dans des secteurs d'activité économiquement importantes ont donc tendance à être plus endettées. L'étude de Talberg et al. (2008) a également confirmé une différence significative dans la structure du capital en fonction du secteur d'activité dans lequel l'entreprise opère. Cette étude a indiqué que les sensibilités du ratio d'endettement aux variables explicatives utilisées (taille, âge, structure de l'actif...) diffèrent considérablement entre les cinq secteurs d'activité étudiés.

Étant donné que le risque, la croissance, le cycle économique, l'accès d'une entreprise à des sources de financement externes et la sensibilité aux chocs externes varient d'un secteur à l'autre, le secteur d'activité devrait avoir un impact sur la performance des entreprises (Zeitun & Tian, 2007). Selon Kabir et Thai (2017), certains secteurs se développent plus rapidement que d'autres et sont plus susceptibles d'avoir de meilleures performances financières. Short et al. (2009) ont également indiqué que les structures du marché et les changements dans les éléments structurels, tels que la concentration du secteur d'activité, la croissance, le dynamisme et la complexité ont un effet important sur la performance des entreprises.

Dans le contexte algérien, la nomenclature des activités économiques utilisée au niveau du CNRC subdivise les activités économiques en sept secteurs : Production de biens (1), entreprise de production artisanale (2), distribution en gros (3), importation pour la revente en l'état (4), distribution en détail (5), services (6) et exportation (7). Dans le cadre de cette étude, nous avons retenu quatre variables binaires : **PRO** si l'entreprise appartient au secteur 1 ou 2, **DIS** pour les entreprises des secteurs 3 ou 5, **SER** pour le secteur 6, **COMEX** pour les secteurs 4 et 7.

H. Année :

En suivant les études de Nguyen et al. (2014), Yu et Ashton (2015) et Shao (2019), nous incluons cinq variables muettes représentant la période de l'étude (2015-2019) dans nos modèles,

et ce, afin de capturer les effets spécifiques du temps. En effet, chaque année peut contenir des informations macroéconomiques spécifiques (conditions économiques, boursières...) qui peuvent avoir un effet sur la structure du capital et la performance financière des entreprises.

Le tableau suivant donne un aperçu sur les variables utilisées dans cette étude :

Tableau 3-3 : Synthèse des variables utilisées

Type	Variable	Abréviation	Mesure
Performance financière	La rentabilité des actifs	ROA	Résultat net / total actif
	La rentabilité des capitaux propres	ROE	Résultat net / capitaux propres
Structure du capital	Ratio d'endettement total	DT	Dettes totales / total actif
	Maturité de la dette	MD	Dettes à long terme / dettes totales
Conseil d'administration	Taille du CA	TCA	Logarithme népérien du nombre total des membres du CA
	Dualité du dirigeant	DUA	Variable binaire, égale à 1 lorsque la fonction du directeur général et celle du président du conseil d'administration sont cumulées, et 0 ailleurs
	Indépendance des administrateurs	IND	Pourcentage des administrateurs indépendants au CA
	La diversité des genres	DGND	Pourcentage des femmes au CA
	La diversité des nationalités	DNAT	Pourcentage des administrateurs étrangers au CA
	La diversité des âges	DAGE	Coefficient de variation de l'âge des administrateurs
Les spécificités de l'entreprise	Taille de l'entreprise	TE	Logarithme népérien de l'actif total
	Garanties	GRT	Immobilisations corporelles / total actif
	Opportunités de croissance	OC	Variation d'une année à l'autre du chiffre d'affaires
	Liquidité	LIQ	Actif courant / passif courant
	Nature de propriété	NPR	Variable binaire, égale à 1 lorsque l'entreprise est familiale, et 0 ailleurs
	Age de l'entreprise	AGE	Logarithme népérien des années depuis la création de l'entreprise
		PRO	Variable binaire égale à 1 si l'entreprise appartient au secteur Production de biens (1) ou production artisanale (2) et 0 ailleurs

	Secteur d'activité	DIS	Variable binaire égale à 1 si l'entreprise appartient au secteur distribution en gros (3) ou distribution en détail (5) et 0 ailleurs
		SER	Variable binaire égale à 1 si l'entreprise appartient au secteur services (6), et 0 ailleurs
		COMEX	Variable binaire égale à 1 si l'entreprise appartient au secteur importation pour la revente en l'état (4) ou au secteur exportation (7), et 0 ailleurs
	Année	T	Cinq variables muettes de 2015 à 2019

3.2.2.5 Analyse des données

L'analyse des données de cette étude se compose de deux grandes parties, l'analyse préliminaire et l'analyse multivariée. L'analyse préliminaire regroupe les statistiques descriptives, le traitement des valeurs aberrantes, la transformation des données et la vérification des hypothèses du modèle linéaire classique. Quant à l'analyse multivariée, elle permet d'effectuer les régressions nécessaires afin de répondre à nos objectifs de recherche en utilisant la méthode d'estimation la plus adéquate. Pour pouvoir analyser les données nous avons fait appel au logiciel d'analyse statistique « STATA » dans sa version 13.1 sous la licence de l'université de Mons.

3.2.2.5.1 Statistiques descriptives

Les statistiques descriptives est une étape initiale dans l'analyse des données, elles permettent de décrire de façon synthétique les données pour mieux les analyser. Dans cette étude, nous limitons les statistiques descriptives à certaines mesures de position telles que la moyenne, le maximum, le minimum, la médiane. Nous utilisons également une mesure de dispersion qui est l'écart type et deux mesures de forme qui sont les coefficients d'asymétrie et d'aplatissement pour l'ensemble des variables du conseil d'administration, de la structure du capital, de la performance financière ainsi que des spécificités des entreprises.

3.2.2.5.2 Traitement des valeurs aberrantes et transformation des données

La détection des valeurs aberrantes est une phase importante dans l'analyse des données statistiques, car ces dernières peuvent considérablement modifier les résultats de la régression. La régression linéaire est donc sensible à la présence des valeurs aberrantes. Ces valeurs peuvent être la source de la violation de certaines hypothèses du modèle de régression classique comme l'hétéroscédasticité (Gujarati, 2003). Une observation est dite aberrante si elle est très différente (soit très petite, soit très grande) par rapport aux observations de l'échantillon. Les valeurs aberrantes peuvent survenir de la variabilité inhérente au phénomène observés (les observations

varient de manière aléatoire à travers la population). Elles peuvent également être dues aux erreurs de mesure ou d'exécution.

La détection de ces valeurs s'effectue généralement à l'aide des outils graphiques tels que les boîtes à moustaches, mais, il existe d'autres méthodes numériques comme la méthode de l'écart interquartile (EIQ) qui est une mesure de variabilité beaucoup plus robuste que l'écart-type, il représente la différence entre le premier et le troisième quartile ($EIQ = Q3 - Q1$). Une observation (X_i) est considérée comme aberrante si $X_i < Q1 - 1.5 \text{ EIQ}$ ou si $X_i > Q3 + 1.5 \text{ EIQ}$ (Larose & Larose, 2014). En cas de présence des valeurs aberrantes, deux solutions sont envisageables. La première revient simplement à supprimer les valeurs aberrantes de l'ensemble des données (technique de trimming). La seconde consiste à remplacer chaque valeur aberrante par une valeur plus plausible (technique de winsorising).

Malgré l'importance de la détection et le traitement des valeurs aberrantes, cette étape est largement ignorée dans la majorité des études empiriques. Adams et al. (2019) soulignent que sur 3 572 études publiées dans les quatre meilleures revues de la finance durant la période 2008 à 2017, seules 999 (soit 28 %) traitent les valeurs aberrantes. Ces auteurs indiquent également que, parmi les 717 études qui ont utilisé la régression MCO en tenant compte des valeurs aberrantes, la grande majorité utilise le winsorising (52 %) ou le trimming (16 %). Conformément aux études antérieures sur la relation gouvernance-performance (Yu & Ashton, 2015; Chen, 2019), cette thèse applique le winsorising pour traiter les valeurs aberrantes.

Nous procédons également dans cette recherche à une transformation de certaines données. Cette dernière consiste à remplacer une variable figurant dans le modèle de la régression par une nouvelle variable créée en appliquant une fonction mathématique telles que la racine carrée ou le logarithme sur la variable à remplacer. Cette technique vise à améliorer la normalité des variables nécessaire pour l'application de certains tests statistiques. Elle permet aussi d'améliorer la linéarité et l'homoscédasticité du modèle de recherche qui sont des conditions nécessaires pour l'application du modèle linéaire classique.

3.2.2.5.3 Tests des hypothèses du modèle linéaire

La technique des moindres carrés ordinaires (MCO) est la méthode d'estimation la plus populaire dans l'analyse des modèles économétriques. Selon le théorème de Gauss-Markov, cette dernière donne des résultats optimaux sous certaines hypothèses connues sous le nom d'hypothèses du modèle de régression linéaire gaussien ou classique (CLRM). Dans une telle situation, l'estimateur MCO est non seulement linéaire et sans biais, mais a également une variance minimale dans la classe de tous les estimateurs linéaires sans biais, il est donc BLUE. Ces

hypothèses sont la linéarité, la normalité des résidus, l'exogénéité, l'homoscédasticité, l'absence de multi-colinéarité et d'autocorrélation ainsi que la stationnarité des données. La violation d'une ou plusieurs hypothèses peut affecter les propriétés statistiques de l'estimateur MCO (le rendre biaisé, non convergent ou inefficace). Il est donc nécessaire de corriger les hypothèses violées si possible ou faire appel à d'autres méthodes d'estimation plus robuste.

3.2.2.5.3.1 La stationnarité

Bien que la stationnarité soit un sujet très fréquent dans l'analyse des séries chronologiques, l'analyse de cette dernière dans les données de panel notamment dans les micro-panels ne s'est développée que récemment. La stationnarité d'une série temporelle signifie que cette dernière « *ne comporte ni tendance ni saisonnalité et plus généralement aucun facteur n'évoluant avec le temps* » (Bourbonnais, 2018). Cela implique que ses propriétés statistiques telles que la moyenne et la variance sont constantes dans le temps. Selon Gujarati (2003), si une série temporelle est non stationnaire, l'analyse de son comportement sur toute la période de l'étude n'est pas possible car chaque ensemble de données est un épisode particulier. Par conséquent, il n'est pas possible de le généraliser à d'autres périodes. Le même auteur a souligné que l'estimation d'une série non stationnaire conduit au problème de régression fallacieuse (spurious regression). En d'autres termes, l'estimation peut obtenir un R^2 très élevé, bien qu'il n'y ait pas de relation significative entre les variables. En effet, une des hypothèses de base du modèle de régression linéaire classique est que les valeurs actuelles des variables soient indépendantes de leurs valeurs passées.

D'un autre côté, Blundell et Bond (1998) ont montré que l'estimateur GMM en différences premières peut avoir de très mauvaises propriétés dans les échantillons finis en termes de biais et de précision lorsque les séries sont persistantes, car les instruments sont des faibles prédicteurs des changements endogènes. Pour résoudre ce problème, ces auteurs ont proposé l'utilisation de conditions de moment supplémentaires qui reposent sur certaines conditions de stationnarité de l'observation initiale, comme suggéré par Arellano et Bover (1995). Étant donné que cette étude utilise la méthode GMM, il est donc important de vérifier la stationnarité. La littérature en la matière propose une multitude de tests pour le faire. Cependant les tests de racine unitaire sont les plus adaptés aux données de panels. Ces tests sont nombreux, à savoir : le test de Levin–Lin–Chu, le test de Harris–Tzavalis, le test de Breitung, le test de Im–Pesaran–Shin, le test de Fisher-type, et le test du multiplicateur de Lagrange. Chacun de ces tests fonctionne dans des conditions particulières. Le choix du test adéquat dépend alors des spécificités que représentent les données telles que la période T , le nombre d'individus (N) ainsi que la nature du panel (cylindré ou non cylindré). La majorité de ces tests s'appliquent sur des panel équilibrés (cylindrés) à l'exception du test Im-Pesaran-Shin et le test de Fisher-type qui peuvent être effectués sur des panels non

équilibrés (Stata, s. d.). Le test de Levin-Lin-Chu est parmi les premiers tests de racine unitaire pour les données de panels. Ce test exige que le rapport entre le nombre d'individus (N) et la période d'analyse (T) tende vers zéro, il n'est donc pas adapté à notre étude qui se caractérise par un grand N et un T relativement petit. Le test de Harris-Tzavalis est le plus pertinent pour notre étude car il nécessite que N soit largement grand et T fixe.

3.2.2.5.3.2 La linéarité

Avant d'utiliser la régression linéaire multiple, il est logique de vérifier la linéarité des relations entre les variables indépendantes et dépendantes. En effet, si les relations ne sont pas linéaires, il est plutôt pertinent d'utiliser un modèle non linéaire. Cette hypothèse peut être vérifiée graphiquement par la visualisation du nuage de points « scatter plot » pour chaque variable indépendante avec la variable dépendante ou celui des résidus en fonctions des valeurs prédites. Il existe de nombreux tests numériques permettant de vérifier la linéarité, le plus connu est peut-être le test RESET (Regression Equation Specification Error Test) proposé par Ramsey en 1969. Ce test est disponible sur stata sous la commande « ovtest ». La violation de cette hypothèse peut être corrigée par des transformations des variables indépendantes ou dépendantes de sorte qu'il y ait une relation linéaire (transformation logarithmique par exemple). Cependant, s'il existe une relation curvilinéaire, il sera nécessaire d'inclure le carré de la variable indépendante dans le modèle de la régression (Tabachnick & Fidell, 2013)¹.

3.2.2.5.3.3 La normalité

Une des principales hypothèses de la régression linéaire multiple est la normalité des résidus. Cette hypothèse est souvent vérifiée en testant la normalité de toutes les variables du modèle. En règle générale, les données sont considérées comme étant normalement distribuées lorsque le coefficient d'asymétrie des données avoisine la valeur de ± 1.96 et le coefficient d'aplatissement est ± 3 (Haniffa & Hudaib, 2006). Il est également possible de vérifier la normalité graphiquement grâce aux histogrammes, les graphiques Quantile-Quantile (Q-Q plot) et les graphiques Probabilité-Probabilité (P-P plot), ou numériquement en utilisant le test de Shapiro-Wilk, le test de Kolmogorow-Smirnov, le test de Jarque-Bera ou autres. Bien qu'il soit plus probable que l'hypothèse de normalité multivariée soit satisfaite si toutes les variables sont normalement distribuées, la vérification de la normalité des résidus du modèle de la régression est plus précise. En effet, même si chacune des variables est normalement distribuée, il n'y a aucune

¹ Pour des raisons de brièveté, nous n'avons pas rapporté les « scatter plot ». De plus, nous avons testé les modèles de recherche à la fois par les modèles linéaire et non linéaire.

garantie que toutes les combinaisons linéaires des variables soient normalement distribuées (Tabachnick & Fidell, 2013).

Il est important de signaler que sous condition de vérification des autres hypothèses de la régression, l'estimateur MCO est BLUE (Best Linear Unbiased Estimator) que les résidus soient normalement distribués ou non. L'hypothèse de la normalité est nécessaire pour pouvoir utiliser les divers tests paramétriques. Selon le théorème central limite la violation de la normalité n'est pas un problème majeur lorsque la taille de l'échantillon est suffisamment grande. Les tests paramétriques tels que t et F sont toujours valables asymptotiquement, c'est-à-dire dans les grands échantillons (100 observations au minimum), mais pas dans les petits échantillons (Gujarati, 2003). Par conséquent, il est important que cette hypothèse soit vérifiée dans les petits échantillons. Lorsque la distribution des résidus s'écarte de la normalité, il est nécessaire de procéder à la transformation des données et la suppression des valeurs aberrantes pour améliorer la normalité ou utiliser des analyses alternatives qui ne nécessitent pas la normalité (telles que la régression non paramétrique).

3.2.2.5.3.4 La multi-colinéarité

La régression linéaire multiple requière une absence de multi-colinéarité dans les données. Cette dernière se présente lorsque les variables explicatives sont fortement corrélées les unes aux autres, c'est-à-dire lorsque deux ou plusieurs variables mesurent la même chose. La multi-colinéarité est dite parfaite lorsqu'une des variables explicatives d'un modèle est une combinaison linéaire d'une ou plusieurs autres variables explicatives introduites dans le même modèle. Ce type de multi-colinéarité est très rare, mais une forte multi-colinéarité entre plusieurs variables est un phénomène courant qui peut poser des problèmes dans l'estimation et l'interprétation d'un modèle.

En présence de multi-colinéarité, l'estimateur MCO est BLUE mais les variances et les covariances des coefficients estimés sont gonflées rendant difficile une estimation précise. Les intervalles de confiance sont plus larges conduisant à l'acceptation de l'hypothèse nulle plus facilement. En outre, le R^2 , la mesure globale de la qualité de l'ajustement, peut être très élevée et les valeurs t d'un ou plusieurs coefficients sont statistiquement non significative même lorsqu'il existe une relation. Par conséquent, les coefficients estimés du MCO et leurs erreurs types peuvent être sensibles aux petits changements dans les données (Gujarati, 2003).

Il existe plusieurs méthodes pour détecter la multi-colinéarité, les plus utilisées sont la matrice de corrélation (la matrice de Pearson lorsque les variables suivent une loi normale ou la matrice de Spearman dans le cas contraire), les statistiques de la tolérance qui indique la part de la variance d'une variable indépendante qui n'est pas expliquée par les autres variables

indépendantes, et le facteur d'inflation de la variance (VIF) qui reflète le degré d'augmentation des variances des coefficients estimés causée par la multi-colinéarité, ce dernier est la valeur inverse de la tolérance ($VIF = 1 / \text{Tolérance}$). La multi-colinéarité ne pose pas de problèmes si les coefficients de corrélation de la matrice ne dépassent pas 0.80. Il est de même pour des valeurs de VIF inférieures à 10 ou des statistiques de tolérance supérieures à 0.10 (Gujarati, 2003). Pour corriger le problème de la multi-colinéarité, la solution la plus simple consiste à supprimer de la régression les variables provoquant des problèmes de multi-colinéarité. Il est également possible dans certains cas, d'effectuer un centrage des données en soustrayant la moyenne d'une variable à chaque observation (Astivia & Kroc, 2019) ou utiliser d'autres techniques statistiques telles que l'analyse en composantes principales, la régression Ridge ou encore la régression partielle des moindres carrés (Göktaş & Akkuş, 2020).

3.2.2.5.3.5 L'hétéroscédasticité

L'homoscédasticité est une autre condition de validité de la régression linéaire. Cette hypothèse signifie que la variance du terme d'erreur dans un modèle de régression est constante. Dans le cas contraire, on parle d'un problème d'hétéroscédasticité qui se manifeste donc lorsque la variance du terme d'erreur n'est pas constante. Plusieurs éléments peuvent causer ce problème d'hétéroscédasticité tels que la présence des valeurs aberrantes, la mauvaise spécification du modèle de recherche (des variables omises ou forme fonctionnelle inadéquate), la transformation incorrecte des données etc.

En présence de l'hétéroscédasticité, les paramètres MCO estimés ne sont pas biaisés mais les erreurs types le sont. Ce problème affecte donc l'efficacité de l'estimateur MCO ainsi que la validité des tests statistiques et les intervalles de confiance. Plusieurs tests ont été proposés pour détecter l'hétéroscédasticité tels que le test de Goldfeld Quandt, le test de Glejser, le test de Breusch-Pagan et le test de White. Si l'hétéroscédasticité est détectée, deux principales solutions s'offrent pour corriger ce problème. La première est de garder l'estimateur MCO en effectuant une correction de la matrice de variance-covariance par la méthode de White (White's heteroscedasticity-consistent standard errors method). Pour le faire sur Stata, il suffit d'ajouter l'option « robust » à l'équation de la régression. La seconde solution consiste à utiliser un estimateur alternatif tel que les Moindres Carrés Pondérés (MCP). Cette solution est plus avantageuse car elle permet de gagner en efficacité mais elle nécessite d'avoir des informations supplémentaires sur la forme de l'hétéroscédasticité rencontrée (Gujarati, 2003).

3.2.2.5.3.6 L'autocorrélation

L'autocorrélation fait référence à la corrélation entre les valeurs d'une même variable à travers les différentes observations. Cette hypothèse exige que les termes d'erreur soient indépendants les uns des autres et donc une absence de corrélation sérielle. Il est important de signaler qu'en présence de l'autocorrélation, les erreurs types sont biaisées tandis que les coefficients estimés du MCO restent sans biais et consistants mais pas efficaces. L'autocorrélation peut se produire naturellement à cause de l'influence des valeurs passées sur les valeurs présentes ou à cause de la mauvaise spécification du modèle, l'omission de variables et la présence de l'endogénéité. Plusieurs tests ont été proposés pour détecter l'autocorrélation tels que le test de Durbin-Watson, le test de Breusch-Godfrey (connu aussi par le test LM) mais le test de Wooldridge (2002) reste le plus attractif car il nécessite peu d'hypothèses et il est facile à mettre en œuvre (Drukker, 2003). En cas de présence d'autocorrélation, il est nécessaire de tenter de transformer le modèle en intégrant par exemple, la variable dépendante retardée comme variable explicative avant de passer à l'utilisation d'une autre méthode d'estimation telle que les Moindres Carrés Généralisés (MCG) ou la méthode Newey-West qui est une extension de la méthode de White (White's heteroscedasticity-consistent standard errors method) et qui permet d'obtenir des erreurs types corrigées en présence d'autocorrélation (Gujarati, 2003).

3.2.2.5.3.7 L'endogénéité

La régression linéaire repose sur l'hypothèse de l'exogénéité des régresseurs qui signifie l'absence de corrélation entre les variables explicatives et le terme d'erreur. La violation de cette hypothèse est synonyme de l'existence d'un problème d'endogénéité qui entraîne un biais dans l'estimation MCO (Wooldridge, 2002). Le problème de l'endogénéité dans l'analyse de la relation entre la gouvernance et la performance des entreprises a été pendant longtemps ignoré par les chercheurs. Des études récentes telles que Schultz et al. (2010), Wintoki et al. (2012), Nguyen et al. (2014) ont réexaminé cette relation en mettant l'accent sur l'endogénéité. Selon ces études, il existe trois sources d'endogénéité à prendre en considération lors de l'analyse de cette relation, à savoir l'hétérogénéité non observée, la simultanéité et l'endogénéité dynamique.

L'hétérogénéité inobservée ou encore la variable omise se produit lorsqu'une relation entre deux ou plusieurs variables est affectée par un facteur non observable. Ces variables omises se retrouvent alors dans le terme d'erreur de la régression. Dans la relation gouvernance-performance, les caractéristiques spécifiques à l'entreprise (les effets fixes de l'entreprise) peuvent affecter la gouvernance et la performance, mais ces dernières peuvent être inobservables pour le chercheur et donc difficiles à quantifier. Par exemple, la capacité des dirigeants et leur niveau d'aversion au risque sont généralement inobservables, mais ils pourraient affecter la performance de l'entreprise

(Schultz et al., 2010). Quant à la simultanéité, elle signifie que les relations de causalité entre les variables se déterminent simultanément. Dans la relation gouvernance-performance, les mécanismes de gouvernance et la performance financière peuvent s'influencer réciproquement (Wintoki et al., 2012). En ce qui concerne l'endogénéité dynamique, cette dernière se présente lorsque la valeur actuelle d'une variable est influencée par sa valeur passée. Dans la relation gouvernance-performance, les mécanismes de gouvernance actuels ainsi que les performances actuelles peuvent être déterminées par les performances passées de l'entreprise (Schultz et al., 2010).

La présence d'au moins une source d'endogénéité dans les données rend les estimations MCO biaisées et inefficaces (Schultz et al., 2010). Sur le plan économétrique, la vérification de la présence de l'endogénéité peut s'effectuer par le test de Durbin-Wu-Hausman (DWH). Afin de corriger le problème de l'endogénéité, il est nécessaire de recourir à des méthodes alternatives au MCO telles que la méthode des variables instrumentales (IV). Cette méthode consiste à trouver des variables appelées instruments ou variables instrumentales qui sont corrélées avec la variable endogène sans être toutefois corrélées avec le terme d'erreur. Il existe plusieurs méthodes à variables instrumentales. Parmi ces méthodes, on trouve la méthode des doubles moindres carrés (2SLS) qui se base sur la recherche d'instruments externes et la méthode GMM qui utilise des d'instruments internes (les niveaux et les différences retardées des variables).

Le choix de la méthode dépend de la source de l'endogénéité présente dans les données. La méthode des doubles moindres carrés (2SLS) corrige uniquement les sources d'endogénéité causée par l'hétérogénéité inobservée et la simultanéité (Nguyen et al., 2015), tandis que la méthode GMM apporte des solutions aux problèmes de variables omises, de causalité inverse et permet également de corriger le biais de la relation dynamique entre les valeurs actuelles des variables explicatives et les valeurs passées de la variable dépendante (Wintoki et al., 2012). La méthode GMM est donc la méthode la plus pertinente pour surmonter les problèmes d'endogénéité présents dans la relation gouvernance et performance (Schultz et al., 2010; Wintoki et al., 2012; Nguyen et al., 2015).

3.2.2.5.4 Méthode de l'estimation

Comme indiqué précédemment, des études récentes telles que Wintoki et al. (2012) ont recommandé l'utilisation de l'estimateur GMM en système lors de l'analyse de la relation entre les mécanismes de gouvernance et la performance des entreprises, et ce, pour remédier au problème de l'endogénéité. Conformément à ces recommandations, cette étude utilise la méthode GMM en système. Cependant, pour comparer les résultats obtenus avec ceux des études

précédentes et pour vérifier la bonne spécification de l'estimateur GMM en système, cette étude utilise également les méthodes MCO sous le modèle statique et dynamique et le modèle à effets fixes.

La méthode des moindres carrés ordinaires (MCO) consiste à déterminer la droite qui s'ajuste le mieux aux données, c'est-à-dire celle qui minimise la somme des carrés des résidus (l'écart entre la valeur observée et la valeur prédite). Le théorème de Gauss-Markov stipule que sous la vérification des hypothèses de la régression linéaire (linéarité, normalité, homoscedasticité, exogénéité et absence de multi-colinéarité et d'autocorrélation), l'estimateur MCO est BLUE (Best Linear Unbiased Estimator), il présente donc une variance minimale (un estimateur efficace). La méthode MCO était pendant longtemps la technique d'estimation la plus courante. Cependant, avec la prise en compte de l'endogénéité dans l'analyse de la relation entre la gouvernance et la performance, la méthode MCO est devenue inappropriée car elle conduit à des résultats biaisés en raison de la violation de l'hypothèse de l'exogénéité des régresseurs due à la présence de l'hétérogénéité non observée dans la relation gouvernance-performance (X_{it} et ε_{it} sont corrélés). De plus, la prise en compte de la nature dynamique de cette relation nécessite l'intégration de la variable dépendante retardée (Y_{it-1}) dans la régression comme variable explicative. Selon, Lau et al. (2019), l'utilisation de l'estimateur MCO en présence des variables dépendantes retardées dans les équations conduiraient au problème de consistance (convergence de l'estimateur) car les variables dépendantes retardées peuvent être endogènes.

Dans cette thèse, la régression MCO est estimée à travers l'équation suivante :

Le modèle statique :
$$Y_{it} = \alpha_0 + \beta X_{it} + \gamma Z_{it} + \varepsilon_{it}$$

Le modèle dynamique :
$$Y_{it} = \alpha_0 + \theta L.Y_{it} + \beta X_{it} + \gamma Z_{it} + \varepsilon_{it}$$

α_0 : la constante (intercept)

Y_{it} : la variable dépendante observée pour l'individu i à la période t

$L.Y_{it}$: la variable dépendante retardée d'une période (Y_{it-1})

X_{it} : le vecteur des k variables explicatives $X_{it} = (X_{1it}, X_{2it}, \dots, X_{kit})$

β : le vecteur des k coefficients des k variables explicatives $\beta = (\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k)$

Z_{it} : le vecteur des p variables de contrôle $Z_{it} = (Z_{1it}, Z_{2it}, \dots, Z_{pit})$

γ : le vecteur des p coefficients des p variables de contrôle $\gamma = (\gamma_1, \gamma_2, \dots, \gamma_p)$

ε_{it} : le terme d'erreur

Étant donné que la relation entre la gouvernance et la performance de l'entreprise est sujette au problème de l'hétérogénéité inobservée, les modèles à effets individuels (modèle à effets fixes ou aléatoires) offrent une solution à ce problème. Le modèle à effets fixes est conçu pour éliminer l'endogénéité causée par les facteurs fixes non observés spécifiques à l'entreprise. Cela signifie que chaque entreprise a ses propres caractéristiques individuelles invariantes dans le temps qui peuvent affecter les variables explicatives ou à expliquer. Par conséquent, la constante du modèle (α_i) contient une composante identique pour tous les individus (α_0) et une autre composante (α_{0i}) qui varie d'une entreprise à l'autre ($\alpha_i = \alpha_0 + \alpha_{0i}$). L'estimation du modèle à effets fixes passe par l'utilisation de l'estimateur LSDV (Least Square Dummy Variables) qui introduit pour chaque individu une variable indicatrice ou par l'estimateur Within (estimateur intra-individuel) qui consiste à centrer les variables dépendantes et indépendantes sur leurs moyennes individuelles. Dans les deux cas, l'estimation dépend de la structure du terme d'erreur. Si ce dernier est homoscedastique et non auto-corrélés dans la dimension temporelle et individuelle, l'estimation s'effectue par la méthode MCO. Si le terme d'erreur est hétéroscedastique et/ ou auto-corrélés dans la dimension temporelle mais indépendant dans la dimension individuelle, la méthode des moindres carrés généralisés (MCG) est la plus pertinente (Bourbonnais, 2018).

Quant au modèle à effets aléatoires, ce dernier suppose que l'effet individuel n'est pas un paramètre fixe mais une variable aléatoire (Bourbonnais, 2018). Son terme d'erreur (u_{it}) contient des facteurs omis relatifs aux caractéristiques individuelles fixes dans le temps (α_i : effets individuels), des facteurs variables dans le temps qui peuvent influencer de façon identique la totalité des individus (v_t : effets temporels) et d'autres facteurs qui peuvent avoir un impact sur la variable dépendante différemment suivant la période et l'individu (ε_{it}), cette dernière composante est orthogonale aux effets temporels et individuels ($u_{it} = \alpha_i + v_t + \varepsilon_{it}$). L'estimation de ce modèle s'effectue à travers la méthode des moindres carrés généralisés (MCG) vu que les erreurs sont auto-corrélées (Bourbonnais, 2018). Le choix entre le modèle à effets fixes ou aléatoires se détermine à travers le test de Hausman (Wooldridge, 2002). Le modèle à effets aléatoires est plus pertinent sous l'hypothèse nulle de ce test. Cependant, si l'hypothèse nulle est rejetée, l'estimation par le modèle à effets fixes est préférable.

Dans cette thèse, le modèle à effets fixes et aléatoires sont estimés sous la forme générale suivante :

Le modèle à effets fixes :
$$Y_{it} = \theta L.Y_{it} + \beta X_{it} + \gamma Z_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

Le modèle à effets aléatoires : $Y_{it} = \theta L.Y_{it} + \beta X_{it} + \gamma Z_{it} + \alpha_i + v_t + \varepsilon_{it}$

α_{0i} : les effets individuels

v_t : les effets temporels identiques pour tous les individus

Cependant, le modèle à effets individuels notamment le modèle à effets fixes exige une condition importante pour qu'il soit sans biais et convergent. Cette condition stipule que la valeur actuelle des variables indépendantes soit complètement indépendante de la valeur passée de la variable dépendante, ce qui n'est pas le cas dans le cadre de la relation gouvernance-performance (Wintoki et al., 2012). La performance passée (Y_{it-1}) est incluse dans le modèle de la régression en raison de la relation dynamique entre la gouvernance et la performance. Selon Dang et al. (2015), pour un T fixe, le modèle à effets fixes est biaisé car le terme d'erreur est corrélé à la variable dépendante retardée dans l'équation transformée. Il indique que ce modèle sous-estime le coefficient autorégressif (θ). Par conséquent, la méthode à effets fixes n'est pas adéquate pour les modèles dynamiques.

Afin de remédier au problème de l'endogénéité, il est également possible de recourir à l'approche des variables instrumentales (IV) telle que la méthode des doubles moindres carrés (2SLS). Cette technique consiste à chercher des instruments externes pour les variables endogènes. Une variable instrumentale valide doit satisfaire deux conditions principales. Elle doit être fortement corrélée avec la variable explicative endogène (condition de la pertinence) sans être toutefois corrélée avec le terme d'erreur (condition de l'exclusion). Bien que la condition de pertinence (la force ou la faiblesse des instruments) soit testable à travers la statistique de Fisher dans la régression de première étape, la condition d'exclusion nécessite une attention particulière car elle n'est pas statistiquement testable du fait que le terme d'erreur n'est pas observable. Si l'instrument n'est pas valide (corrélé avec des caractéristiques inobservées liées au terme d'erreur) ou si la corrélation entre l'instrument et le régresseur endogène est faible, l'utilisation de cette méthode peut entraîner des estimations biaisées (Wintoki et al., 2012). L'application de cette méthode n'est pas toujours facile. En effet, il est extrêmement difficile de trouver des instruments externes valides notamment dans l'analyse de la relation gouvernance-performance (Wintoki et al., 2012). De plus, l'utilisation de cette méthode sur des échantillons de petite taille est déconseillée. En effet, l'efficacité asymptotique s'améliore avec l'utilisation de plusieurs instruments pour la même variable endogène (un modèle suridentifié) alors que dans des échantillon finis, plusieurs d'instruments n'est pas nécessairement meilleur et peut même exacerber le biais inhérent à la méthode des doubles moindres carrés (Roberts & Whited, 2013).

Bien que la technique des doubles moindres carrés (2SLS) soit destinée à la correction des problèmes d'endogénéité, cette dernière ne traite que deux sources d'endogénéité qui sont l'hétérogénéité inobservée et la simultanéité (Nguyen et al., 2015). Étant donné que la relation entre la gouvernance et la performance présente une autre source d'endogénéité (l'endogénéité dynamique), il semble que cette méthode est inappropriée pour étudier cette relation (Wintoki et al., 2012). La littérature récente considère la méthode GMM comme la méthode la plus adéquate pour pallier les trois sources d'endogénéité qui caractérisent la relation entre la gouvernance et la performance (Schultz et al., 2010; Wintoki et al., 2012; Nguyen et al., 2014; Nguyen et al., 2015).

La méthode GMM est la technique prédominante dans l'analyse des données de panels dynamiques qui se caractérisent par un court horizon temporel, c'est-à-dire lorsque la période T est inférieure au nombre d'individus N (Bond, 2002; Roodman, 2009b). Cette méthode comporte deux variantes à savoir l'estimateur GMM en différence première proposé par Arellano et Bond (1991) et l'estimateur GMM en système développé par Arellano et Bover (1995) et Blundell et Bond (1998). L'estimateur GMM en différence première consiste à opérer une transformation du modèle à estimer (vers un modèle en différence première) de sorte à éliminer les effets fixes et instrumenter par la suite les différences par les niveaux retardés des variables. Cette approche repose sur l'orthogonalité des instruments en niveau par rapport à la différence des résidus. Néanmoins, cet estimateur présente certaines limites, Blundell et Bond (1998) ont montré à l'aide des simulations de Monte-Carlo que l'estimateur GMM en différence première conduit à des résultats biaisés dans des échantillons finis. Les mêmes auteurs ont mis en exergue le biais et l'imprécision de cet estimateur lorsque les données sont fortement persistantes dans le temps. En effet, dans une telle situation, les variables en niveau sont de très faibles instruments pour les variables en différence. Pour résoudre ces problèmes, un estimateur GMM en système a été proposé. Ce dernier est plus efficace car il réduit le biais potentiel dans les échantillons finis et l'imprécision asymptotique associée à l'estimateur en différence première (Roodman, 2009b). L'estimateur GMM en système utilise deux équations simultanées, l'une en niveau et l'autre en différence première, qui sont combinées en un système d'équations.

Equation en niveau :
$$Y_{it} = \theta L.Y_{it} + \beta X_{it} + \gamma Z_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

Equation en différence première :
$$\Delta Y_{it} = \theta \Delta L.Y_{it} + \beta \Delta X_{it} + \gamma \Delta Z_{it} + \Delta \varepsilon_{it}$$

Cet estimateur emploie les niveaux retardés des variables (dépendante et indépendantes) comme des instruments pour l'équation en différence première et les différences retardées en tant qu'instruments pour l'équation en niveau. La validité de ces instruments nécessite la vérification de certaines hypothèses d'orthogonalité et d'autocorrélation (Wintoki et al., 2012).

L'estimation par la méthode GMM peut être effectuée à une étape ou à deux étapes. Selon Roodman (2009a), la procédure en deux étapes est plus efficace et robuste à l'hétéroscédasticité. Toutefois, Windmeijer (2005) a montré, à partir des simulations de Monte Carlo, que les écart-types asymptotiques estimés de l'estimateur GMM en deux étapes peuvent être biaisés vers le bas de façon significative à distance finie. Pour éliminer ce biais, Cet auteur propose une correction de la matrice de covariance en échantillon fini. Pour les raisons indiquées ci-dessus, nous employons, dans le cadre de cette thèse, la méthode GMM en système en deux étapes avec des écart-types robustes corrigés pour des échantillons finis en utilisant la procédure de correction de Windmeijer (2005).

L'efficacité de l'estimateur GMM repose sur la validité de deux hypothèses principales. La première exige que les instruments utilisés soient valides, c'est-à-dire non corrélés avec le terme d'erreur. Cette hypothèse est testée en utilisant le test de Sargan ou de Hansen. En suivant les recommandations de Roodman (2009a), nous utilisons, dans cette recherche le test de sur-identification de Hansen et le test en différence de Hansen pour la vérification des conditions d'orthogonalité. Selon cet auteur, le test de Hansen est plus pertinent en présence d'hétéroscédasticité. Cependant, ce test perd sa puissance et conduit à des résultats biaisés lorsque le nombre d'instruments i est plus important que le nombre d'individus N . Par conséquent, il est nécessaire que le nombre d'instruments soit inférieur à N (Roodman, 2009b). En outre, ce test est sensible au problème de prolifération des instruments. Il est donc facile dans une telle situation d'obtenir des statistiques J de ce test avec une p -value parfaite (p -value= 1). Par conséquent, l'hypothèse nulle de ce test ne sera jamais rejetée. Pour résoudre ce problème, Roodman (2009b) recommande de limiter le nombre des instruments en réduisant les retards utilisés et/ou en utilisant le « collapsing ». Nous appliquons dans cette recherche ces deux options et nous effectuons également des tests de robustesse liés à la sensibilité des résultats à la réduction du nombre d'instruments.

La seconde hypothèse est liée à l'autocorrélation. Cette dernière sert à vérifier si les retards inclus sont suffisants pour contrôler les aspects dynamiques de la relation analysée (Wintoki et al., 2012). Cette hypothèse est vérifiée par le test de Arellano et Bond. La validité de l'estimateur GMM nécessite l'absence d'autocorrélation de second ordre dans les résidus (AR(2)). Quant à l'autocorrélation de premier ordre (AR(1)), elle est présente car, par construction, les résidus en différence première sont autocorrélés.

Chapitre 4 : Analyse et interprétation des résultats

« La démarche scientifique n'utilise pas le verbe croire, la science se contente de proposer des modèles explicatifs provisoires de la réalité, et elle est prête à les modifier dès qu'une information nouvelle apporte une contradiction »

Albert Jacquard (1997)

Notre étude s'intéresse aux relations entre les caractéristiques du conseil d'administration, la structure du capital et la performance financière des entreprises dans le contexte algérien. Pour ce faire, nous analysons les données d'un panel cylindré de 120 entreprises algériennes privées sur une période de 5 ans, s'étalant de 2015 à 2019. La source des données collectées, les modèles de recherche ainsi que la méthode d'estimation ont été présentés d'une façon détaillée dans le chapitre précédent.

L'objectif de ce chapitre est de présenter et discuter les résultats obtenus. Dans une première section, nous présentons les résultats de l'analyse préliminaire des données qui regroupe les statistiques descriptives, la transformation des données, le traitement des valeurs aberrantes et la vérification des hypothèses du modèle linéaire classique. Nous présentons, ensuite, les résultats de l'analyse multivariée obtenus en utilisant l'estimateur GMM en système. D'autres estimateurs ont été utilisés tels que les MCO sous le modèle statique, les MCO sous le modèle dynamique et le modèle à effets fixes, et ce, pour des raisons de comparaison. En plus du modèle linéaire, cette étude inclut une analyse non-linéaire afin de conclure sur l'existence d'une relation quadratique entre la structure du capital, certaines caractéristiques du conseil d'administration et la performance financière des entreprises algériennes. Cette section se conclue par des tests de robustesse concernant la sensibilité des résultats à la réduction du nombre d'instruments. La seconde section de ce chapitre est dédiée à la discussion et l'interprétation des résultats obtenus. Elle permet donc d'apporter des éléments de réponse à notre problématique de recherche et de conclure sur le caractère discriminant des facteurs environnementaux du contexte algérien sur la relation entre la gouvernance et la performance des entreprises.

4.1 Présentation des résultats

Cette section est consacrée aux résultats empiriques de l'étude. Elle présente dans sa première partie une analyse préliminaire des données qui comporte les statistiques descriptives avant et après le traitement des données aberrantes et la transformation des données ainsi que les tests liés aux hypothèses du modèle de régression linéaire classique, y compris le test de stationnarité, le test de normalité, le test de multi-colinéarité, le test de Breusch-Pagan / Cook-Weisberg pour l'hétéroscédasticité, le test de Wooldridge pour l'autocorrélation et le test de DWH pour l'endogénéité. La seconde partie rapporte les résultats de l'étude obtenus à l'aide de plusieurs estimateurs à savoir : les MCO sous le modèle statique, les MCO, le modèle à effets fixes, et le GMM en système sous le modèle dynamique. Cette étude utilise non seulement le modèle linéaire mais teste également le modèle non-linéaire (quadratique), et ce, pour mieux comprendre la relation entre la gouvernance et la performance dans le contexte algérien. Des contrôles de robustesse des principaux résultats obtenus ont été rapportés à la fin de cette section.

4.1.1 Analyse préliminaire des données

L'analyse préliminaire est une étape très importante dans l'analyse des données car elle permet de comprendre les données et de déterminer la méthode d'estimation la plus pertinente. Cette étape comprend les statistiques descriptives, la détection et le traitement des valeurs aberrantes, la transformation des données ainsi que la vérification des hypothèses du modèle de régression linéaire classique.

4.1.1.1 Statistiques descriptives

Comme expliqué précédemment, notre échantillon est composé de 120 entreprises avec un nombre d'observations total de 600 (année-entreprise) au cours de la période 2015-2019. Les statistiques descriptives des variables relatives aux caractéristiques du conseil d'administration, à la structure du capital, à la performance financière ainsi qu'aux spécificités des entreprises analysées dans le cadre de notre recherche sont présentées dans le Tableau 4-1.

Les indicateurs de performance de l'entreprise sont mesurés par les rendements des actifs (ROA) et des capitaux propres (ROE). Leurs moyennes pour l'ensemble de l'échantillon sont respectivement 4 % et 9 %, ce qui est inférieur à celles des entreprises américaines au cours de la période 1997–2011, observées par Duru et al. (2016) (10.51 % et 11.35 % pour le ROA et le ROE respectivement). Elles sont également inférieures à celles des entreprises vietnamiennes qui affichent, au cours de la période 2006-2014, une moyenne de 10.71 % et

17.23 % pour le ROA et le ROE respectivement (Nguyen & Nguyen, 2015). Le ROE de notre étude est également inférieur à celui des pays européens durant la période 1990-1995 (14.47 % au Royaume-Uni, 13 % en France et 14.74 % aux Pays-Bas) (Conyon & Peck, 1998). Cependant, le ROA moyen de notre étude est similaire à celui des entreprises tunisiennes étudiées par Dakhlaoui et Fredj (2020) durant la période 2011-2017. Les deux mesures de performance varient entre -0.19 et 0.228 pour le ROA, et entre -0.978 et 0.798 pour le ROE. Cela signifie qu'il y a un écart significatif dans la performance des entreprises algériennes au cours de cette période.

En ce qui concerne la structure du capital, le Tableau 4-1 montre que la moyenne du ratio d'endettement total (DT) est de 53 % pour la période 2015-2019, ce qui est similaire aux entreprises pakistanaïses durant la période 2013-2017 (Khan et al., 2021). Ce ratio affiche une forte dispersion allant de 1 % à 97 %. Les entreprises algériennes sont donc surendettées par rapport à celles des pays développés. Ce ratio s'élève à 26 % dans les entreprises américaines sur la période 1990-2004 (Jiraporn & Liu, 2008). Néanmoins, ce dernier ne s'écarte pas largement de celui des entreprises coréennes (44 %) observé par Kim (2015) sur 4 952 observations durant la période 2003-2012 ou celui des entreprises chinoises qui s'élève à 57 % (Li et al., 2009). Cela est probablement dû à la domination du secteur bancaire et à l'état embryonnaire du marché financier. En d'autres termes, les entreprises algériennes sont financées principalement par emprunts bancaires plutôt que par ouverture du capital. Quant à la maturité de la dette (MD), sa moyenne est de 29 %, soit inférieure à celle des sociétés françaises de l'indice Euronext (44.8 %) (Mard et al., 2016), mais proche de celle des entreprises coréennes (31.2 %) (Kim, 2015). Cela indique que les entreprises algériennes sont fortement dépendantes de dettes à court terme plutôt qu'à long terme, ce qui pourrait avoir un effet substantiel sur les performances de l'entreprise, car la dette à court terme conduit les entreprises aux risques de refinancement et de liquidité (Le et Phan, 2017).

Le Tableau 4-1 présente également les variables de gouvernance d'entreprise utilisées dans cette étude. Comme on peut le constater, la taille moyenne du conseil d'administration est d'environ 4.5 membres dans les sociétés algériennes de l'échantillon. Cette valeur est considérablement inférieure à celle d'autres pays. Selon les études antérieures, la taille moyenne du CA au Canada est de 10.27 durant la période 2008-2011 (Hermassi et al., 2015). Elle est de 7.18 au Royaume-Uni (Guest, 2009), de 9.3 en Chine durant la période 2003-2010 (Yu & Ashton, 2015) et de 8.44 au Ghana pour la période de 2006 à 2018 (Puni & Anlesinya, 2020). Les valeurs minimales et maximales de la taille du conseil d'administration sont respectivement

3 et 8 membres, ce qui est conforme à la réglementation algérienne qui limite le nombre d'administrateurs à trois au minimum et douze au maximum. En ce qui concerne l'indépendance du conseil d'administration, son niveau moyen est de 47.1 %, ce qui est similaire ou légèrement supérieur à celui de certains pays en développement tels que la Thaïlande avec 36 % (Detthamrong et al., 2017), la Jordanie avec 37 % (Makhlouf et al., 2017), l'Indonésie avec 42 % (Ambarita et al., 2020). Cependant, ce pourcentage est largement inférieur à celui des Etats-Unis qui varie entre 84.6 % et 89.4 % durant la période 2016-2020 (Pareek & Pasumarti, 2021). Il est également inférieur à celui du Canada qui s'élève à 89.4 % (Bozec, 2005) et à celui du Royaume-Uni (51.39 %) (Afrifa & Tauringana, 2015). Cela signifie que les conseils d'administration algériens sont moins indépendants par rapport à ceux des pays développés. Il est important de signaler qu'il n'existe aucune réglementation qui fixe un nombre minimum d'administrateurs indépendants dans les entreprises algériennes comme c'est le cas dans certains pays.

La dualité du dirigeant moyenne dans l'échantillon est de 42.8 %. Cette moyenne est relativement similaire à celle de certains pays tels que le Nigeria avec 41.63 % (Ujunwa, 2012), les Etats-Unis avec 50 % (Duru et al., 2016). Cependant, d'autres pays ont des moyennes un peu plus faibles tels que le Royaume-Uni avec 8 % (Brahma et al., 2021), la Chine avec 15,3 % (Yu & Ashton, 2015), la Thaïlande avec 17 % (Detthamrong et al., 2017), et le Taiwan avec 27.8 % (Kao et al., 2019). Cela reflète une légère préférence des entreprises algériennes en faveur de la séparation des fonctions du directeur général et du président du CA.

Quant à la diversité des conseils d'administration, notre échantillon affiche des moyennes de 15.1 %, 12.9 %, et 13 % pour la diversité des genres, la diversité des nationalités et la diversité des âges respectivement. Cette diversité est un peu faible par rapport aux conseils d'administration des entreprises américaines notamment en matière de la présence des femmes (64.5 %) et des étrangers (21 %). Cependant, elle est similaire en matière de diversité des âges à 12 % (Li & Wahid, 2018). Les indicateurs de diversité au sein des conseils d'administration algériens sont relativement similaires à ceux du contexte chinois (11 % pour la diversité des genres et 14 % pour la diversité des âges) à l'exception de la faible présence des étrangers (2 %) qui caractérise le contexte chinois (Talavera et al., 2018). La présence moyenne de femmes aux conseils algériens est similaire à celle de certains pays en développement tels que la Thaïlande avec 17 % (Detthamrong et al., 2017), L'Indonésie avec 15 % (Ambarita et al., 2020). Il est important de signaler que les indicateurs de la diversité de notre échantillon sont trop dispersés, ils varient entre 0 % et 66.7 % pour la diversité des genres, entre 0 % et 83.3 % pour la diversité

des nationalités, et entre 0.8 % et 30 % pour la diversité des âges. Cela signifie que les entreprises algériennes présentent des caractéristiques divergentes en matière de la diversité de leurs conseils d'administration.

Quant aux spécificités des entreprises de notre échantillon, le Tableau 4-1 montre que la taille moyenne des entreprises est de 21.53 (ce qui est l'équivalent d'un capital social de 2 240 578 660 dinars). Elle varie entre 16.92 (22 297 831.73 dinars) et 26.6 (356 642 601 133.37 dinars). L'âge moyen est de 2.82 (16.77 ans), allant de 0 (1 an) à 4.22 (68 ans). Les garanties des entreprises ont une moyenne de 26 % avec une large dispersion, allant de 0.2 % jusqu'à 90 %. La liquidité moyenne est de 3.027 avec un minimum de 0.159 et un maximum de 24.555. Les opportunités de croissance moyennes sont de 0.116, mais elles varient considérablement d'une entreprise à l'autre. Son minimum est de -0.996, et son maximum est de 2.205. De plus, notre échantillon comporte 75 % d'entreprises familiales, 52.5 % d'entreprises appartenant au secteur de production, 5 % au secteur de distribution, 29.2 % au secteur de service et 13.3 % au secteur du commerce extérieur (import et export). Ces statistiques descriptives concernant les spécificités des entreprises de notre échantillon montrent que ces dernières présentent des caractéristiques dispersées, ce qui prouve que notre échantillon a pu capter la diversité de la population étudiée. Cela a été confirmé par les statistiques descriptives après détection et traitement des valeurs aberrantes présentées dans le Tableau 4-2.

Tableau 4-1 : Statistiques descriptives de l'ensemble des variables

Variabiles	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max	Median	Skew.	Kurt.
Rentabilité des actifs (ROA)	600	.042	.064	-.19	.228	.032	.354	3.785
Rentabilité des capitaux propres (ROE)	600	.092	.208	-.978	.798	.085	-.835	7.909
Ratio d'endettement total	600	.532	.255	.01	.971	.54	-.165	1.965
Maturité de la dette	600	.29	.271	0	.973	.225	.7	2.369
Taille du CA	600	1.473	.311	1.099	2.079	1.609	.08	1.682
Dualité du dirigeant	600	.428	.495	0	1	0	.29	1.084
Indépendance des administrateurs	600	.471	.197	0	.833	.5	-.534	2.781
Diversité des genres	600	.151	.194	0	.667	0	1.059	3.105
Diversité des nationalités	600	.129	.238	0	.833	0	1.584	3.984
Diversité des âges	600	.13	.052	.008	.303	.125	.367	3.011
Taille de l'entreprise	600	21.528	1.605	16.923	26.601	21.558	.134	3.39

Age de l'entreprise	600	2.82	.492	0	4.22	2.833	-.638	5.894
Nature de propriété	600	.75	.433	0	1	0	-1.155	2.333
Garanties	600	.26	.214	.002	.9	.205	.958	3.195
Liquidité	600	3.027	3.37	.159	24.555	1.841	3.203	15.969
Opportunités de croissance	600	.116	.416	-.996	2.205	.072	1.074	6.688
Secteur de production	600	.525						
Secteur de distribution	600	.05						
Secteur de services	600	.292						
Secteur du commerce extérieur	600	.133						

4.1.1.2 Transformation des données et test de normalité des variables

Les statistiques descriptives de certaines variables indiquent la présence potentielle de valeurs aberrantes (outliers). Ces observations aberrantes peuvent être une source de contamination des données et peuvent conduire à des estimations biaisées. Afin de les détecter nous avons fait appel à une méthode graphique via les boîtes à moustache (Box Plot) et à une méthode numérique à travers la commande « extremes » sur Stata.

Les techniques les plus utilisées pour réduire l'influence des valeurs aberrantes sont généralement le winsorising et le trimming (Yu & Ashton, 2015). Le winsorising consiste à remplacer les valeurs aberrantes d'un ensemble de données par une certaine valeur de percentile à chaque extrémité, tandis que le trimming implique la suppression de ces outliers. En cohérence avec la littérature antérieure (Yu & Ashton, 2015; Chen, 2019), nous avons choisi dans notre thèse de winsoriser les données. Les variables « Rentabilité des capitaux propres, Opportunités de croissance » ont été winsorisées aux 5e et 95e percentiles en raison des valeurs aberrantes. En d'autres termes, les valeurs inférieures au 5e percentile ont été substituées par la valeur du 5e percentile, et les valeurs au-dessus du 95e percentile ont été remplacées par la valeur du 95e percentile.

Afin d'améliorer la normalité et la linéarité des modèles utilisés nous avons opté pour la transformation logarithmique de la variable « liquidité ». Après transformation des données et traitement des valeurs aberrantes, une nette amélioration de la normalité a été constatée. Les coefficients d'asymétrie et d'aplatissement (skewness et kurtosis) sont compris entre [-.638, 1.584] et [1.084, 5.894] respectivement, comme indiqué dans le Tableau 4-2. L'importance de la normalité a été déjà discutée dans la section précédente. Pour la tester nous avons utilisé le test de Jarque-Bera disponible sur Stata à travers la commande « jb » (sous l'hypothèse nulle

de la normalité des variables). Les résultats montrent que seules la taille de l'entreprise (TE) et la rentabilité des capitaux propres (ROE) sont normalement distribuées (voir tableau 4-2). Néanmoins, Haniffa et Hudaib (2006), Alshafi (2017) et Chen (2019) indiquent que les données sont considérées comme normales si le coefficient d'asymétrie est de ± 1.96 et le coefficient d'aplatissement est de ± 3 . Sur cette base, on peut conclure que l'hypothèse de normalité est raisonnable dans cette étude car les coefficients d'asymétrie et d'aplatissement des variables utilisées sont proches de ceux de la loi normale. De plus, Gujarati (2003) souligne que dans les échantillons largement grands (plus de 100 observations), il est possible d'assouplir l'hypothèse de normalité car les tests paramétriques (test de t et F par exemple) sont robustes à la non normalité, grâce au Théorème Central Limite.

Tableau 4-2: Statistiques descriptives après transformation des données

Variabes	Transformation	Mean	Std. Dev.	Min	Max	Median	Skew.	Kurt.	Normality
Variabes non transformées									
Rentabilité des actifs		.042	.064	-.19	.228	.032	.354	3.785	0.000
Ratio d'endettement total		.532	.255	.01	.971	.54	-.165	1.965	0.000
Maturité de la dette		.29	.271	0	.973	.225	.7	2.369	0.000
Taille du CA		1.473	.311	1.099	2.079	1.609	.08	1.682	0.000
Dualité du dirigeant		.428	.495	0	1	0	.29	1.084	0.000
Indépendance des administrateurs		.471	.197	0	.833	.5	-.534	2.781	0.000
Diversité des genres		.151	.194	0	.667	0	1.059	3.105	0.000
Diversité des nationalités		.129	.238	0	.833	0	1.584	3.984	0.000
Diversité des âges		.13	.052	.008	.303	.125	.367	3.011	.001
Taille de l'entreprise		21.528	1.605	16.923	26.601	21.558	.134	3.39	.061
Age de l'entreprise		2.82	.492	0	4.22	2.833	-.638	5.894	0.000
Nature de propriété		.75	.433	0	1	0	-1.155	2.333	0.000
Garanties		.26	.214	.002	.9	.205	.958	3.195	0.000
Variabes transformées									
Liquidité	Ln	.729	.836	-1.841	3.201	.61	.249	3.64	.003
Rentabilité des capitaux propres	W95	.099	.15	-.223	.426	.085	.109	3.186	.359
Opportunités de croissance	W95	.113	.34	-.47	.997	.072	.808	3.828	0.000

4.1.1.3 Les hypothèses de la régression

Afin d'appliquer l'estimateur MCO, il est important de vérifier les hypothèses de base du modèle de régression linéaire classique tel que recommandé par le théorème de Gauss

Markov. Dans cette étude, nous effectuons le test de racine unitaire pour la stationnarité des données, le test de normalité des résidus, le test de multi-colinéarité, le test de Bruesch-Pagan / Cook-Weisberg, le test de Wooldridge pour l'autocorrélation, et le test de Durbin-Wu-Hausman pour l'endogénéité.

4.1.1.3.1 La stationnarité

La vérification de la stationnarité des données permet de savoir si la moyenne et la variance d'une variable sont constantes à travers le temps. Cette étude vérifie la stationnarité des données à travers le test de racine unitaire. Comme nous l'avons précédemment indiqué, il existe de nombreux tests de racine unitaire. Le choix du test à appliquer est fonction des caractéristiques des données utilisées. Dans cette étude, nous appliquons le test de Harris–Tzavalis. En effet, ce test est conçu pour les panels dynamiques équilibrés dont la dimension temporelle est limitée (N tend vers l'infini et T est fixe). Ce test est donc le plus pertinent pour notre étude, vu que notre panel est équilibré avec $N = 120$ et $T = 5$. L'hypothèse nulle de ce test suppose l'existence d'une racine unitaire dans les données. Ce test est disponible sur Stata à travers la commande « `xtunitroot ht` ». Le Tableau 4-3 présente les résultats pour toutes les variables dépendantes utilisées (ROA, ROE, DT, MD). Les résultats montrent que l'hypothèse nulle est rejetée, ce qui signifie qu'il n'y a pas de problème de stationnarité des données. Cela montre que la moyenne et les variances ne dépendent pas du temps et, selon Gujarati (2003), l'application du modèle de régression linéaire classique produira des résultats non biaisés. De plus, la condition de stationnarité nécessaire à l'application de la méthode GMM suggérée par Blundell et Bond (1998) pour éviter le problème des faibles instruments est satisfaite.

Tableau 4-3 : Le test de stationnarité

	ROA	ROE	DT	MD
Rho	0.1045	0.2714	0.3598	0.1184
P-value	0.0000	0.0000	0.0008	0.0000

4.1.1.3.2 La normalité des résidus

L'hypothèse de normalité est nécessaire pour estimer sans biais les erreurs types, et donc les intervalles de confiance et les p-values. Les résultats du test de Jarque-Bera pour la normalité des résidus (voir le Tableau 4-4) montrent que les résidus des modèles 1(a), 2(a) et 3(a) ne sont pas normalement distribués. Selon Knief et Forstmeier (2021), les modèles gaussiens sont

robustes à la non-normalité, ce qui signifie que les p-values restent assez fiables, sauf pour les données avec des valeurs aberrantes influentes ou pour les petits échantillons, ou encore si la distribution des prédicteurs est fortement asymétrique, ce qui n'est pas le cas dans notre échantillon. Il est de même pour Schmidt et Finan (2018) qui indiquent que la violation de cette hypothèse, dans les échantillons de grande taille (lorsque le nombre d'observations par variable est supérieur à 10) n'impacte pas les résultats de la régression. On peut donc conclure que la violation de l'hypothèse de normalité dans les modèles cités ci-haut ne présente pas de risques.

Tableau 4-4 : Le test de normalité des résidus

	Modèle 1(a) ROA	Modèle 1(b) ROE	Modèle 2(a) DT	Modèle 2(b) MD	Modèle 3(a) ROA	Modèle 3(a) ROE
Chi ² (2)	29.72	1.367	53.49	2.862	62.91	.5953
Prob > chi ²	0.0000	.5048	0.0000	.239	0.0000	.7425

4.1.1.3.3 La multi-colinéarité

La multi-colinéarité fait référence à une corrélation élevée entre deux ou plusieurs variables explicatives dans un modèle de régression. Sa présence entraîne une augmentation de la variance des coefficients de régression, et les rend instables et difficiles à interpréter. La multi-colinéarité peut être vérifiée à l'aide de la matrice de corrélation. Selon Gujarati (2003), la multi-colinéarité ne peut être un problème que si la corrélation entre deux variables dépasse 0.80. Néanmoins, elle peut toujours exister même si la corrélation entre les variables est faible. Par conséquent, notre étude utilise deux autres tests supplémentaires pour examiner la présence de multi-colinéarité entre les variables de chaque modèle, et qui sont le test de facteur d'inflation de la variance (VIF) et les statistiques de la tolérance. La multi-colinéarité peut poser un problème si la valeur VIF est supérieure à 10 ou si la statistique de tolérance est inférieure à 0.10 (Gujarati, 2003).

Le Tableau 4-6 montre la matrice de corrélation de Pearson pour toutes les variables utilisées dans cette étude. Les résultats indiquent l'existence de nombreuses relations significatives ($p < 0.01$) entre les variables indépendantes. Bien que les corrélations soient significatives, toutes sont inférieures au seuil de référence 0.8. Par conséquent, la multi-colinéarité ne constitue pas un problème majeur dans notre étude. Les résultats des tests de

tolérance et VIF présentés dans le Tableau 4-5 confirment cette conclusion. Comme on peut le constater, la valeur VIF la plus élevée est de 2.832 pour le modèle 1 et de 1.543 pour le modèle 2, ce qui est bien en dessous de la valeur critique de 10. Les valeurs de tolérance de toutes les variables se situent entre 0.353 et 0.941 pour le modèle 1 et entre 0.648 et 0.966 pour le modèle 2. Par conséquent, les variables indépendantes utilisées dans les modèles 1 et 2 sont acceptables et exemptes de problèmes de multi-colinéarité. Quant au modèle 3, il intègre les interactions entre les variables indépendantes. Selon McClelland et al. (2017), dans un modèle de régression avec modération, il n'est pas nécessaire d'effectuer un diagnostic de multi-colinéarité ou toute autre transformation telle que le centrage ou la transformation orthogonale afin de résoudre le problème de multi-colinéarité. Le seul but de ces transformations est la meilleure compréhension du modèle. Il n'est donc pas nécessaire de faire un diagnostic de multi-colinéarité pour le modèle 3 ou de le centrer.

Tableau 4-5 : Le test VIF

Modèle 1			Modèle 2		
Variables	VIF	1/VIF	Variables	VIF	1/VIF
lnLIQ	2.832	.353	IND	1.543	.648
DT	2.357	.424	TCA	1.501	.666
MD	2.164	.462	DNAT	1.26	.794
GRT	1.618	.618	TE	1.135	.881
TCA	1.576	.634	DUA	1.131	.884
IND	1.569	.637	DGND	1.129	.886
DNAT	1.304	.767	AGE	1.109	.902
TE	1.177	.85	lnLIQ	1.109	.902
DUA	1.146	.873	NPR	1.107	.903
DGND	1.13	.885	DAGE	1.083	.923
NPR	1.127	.887	GRT	1.069	.936
AGE	1.11	.901	OC	1.035	.966
DAGE	1.108	.903			
OC	1.062	.941			
Mean VIF	1.52	.	Mean VIF	1.184	.

Tableau 4-6 : Matrice de corrélation

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
(1) ROA	1.000															
(2) ROE	0.796***	1.000														
(3) DT	-0.242***	0.105**	1.000													
(4) MD	-0.167***	-0.198***	0.037	1.000												
(5) TCA	0.039	-0.002	-0.068*	0.192***	1.000											
(6) DUA	-0.151***	-0.136***	0.082**	0.121***	0.043	1.000										
(7) IND	0.009	-0.005	0.043	0.059	0.486***	-0.055	1.000									
(8) DGND	0.118***	0.133***	-0.013	-0.092**	-0.042	-0.194***	0.024	1.000								
(9) DNAT	0.131***	0.139***	0.091**	-0.259***	-0.088**	-0.232***	0.220***	-0.050	1.000							
(10) DAGE	0.067*	-0.004	-0.125***	0.002	0.185***	0.003	-0.011	-0.019	-0.061	1.000						
(11) TE	0.028	0.014	0.090**	0.214***	0.233***	-0.044	0.156***	-0.110***	-0.002	0.102**	1.000					
(12) AGE	0.040	0.035	-0.070*	0.095**	0.097**	0.083**	0.107***	-0.115***	-0.104**	0.126***	0.124***	1.000				
(13) NPR	0.073*	0.084**	-0.070*	-0.139***	-0.011	-0.146***	-0.083**	0.181***	0.129***	0.106***	0.019	-0.043	1.000			
(14) GRT	-0.123***	-0.196***	-0.068*	0.403***	0.052	0.081**	-0.058	-0.051	-0.094**	0.009	0.147***	-0.072*	0.023	1.000		
(15) lnLIQ	0.125***	-0.057	-0.613***	0.320***	0.024	-0.008	0.058	-0.039	-0.117***	-0.008	-0.083**	0.170***	-0.009	-0.133***	1.000	
(16) OC	0.171***	0.248***	0.213***	0.048	0.007	0.012	0.009	0.035	0.018	-0.027	0.050	-0.058	-0.043	0.018	-0.163***	1.000

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

4.1.1.3.4 L'hétéroscédasticité

L'hétéroscédasticité se présente quand la variance du terme d'erreur dans un modèle de régression n'est pas constante. Plusieurs tests peuvent vérifier sa présence, en suivant les études de Chen (2019) et Alsahafi (2017), notre étude applique le test de Breusch-Pagan / Cook-Weisberg (hypothèse nulle d'homoscédasticité : la variance du terme d'erreur est constante) en utilisant la commande « hestest » sur Stata. Les résultats de ce test confirment la présence de l'hétéroscédasticité (Prob > chi2 = 0.00) dans les modèles 1(a), 2(a), 2(b) et 3(a) comme l'indique le Tableau 4-7.

Tableau 4-7 : Le test de l'hétéroscédasticité de Breusch-Pagan / Cook-Weisberg

	Modèle 1(a) ROA	Modèle 1(b) ROE	Modèle 2(a) DT	Modèle 2(b) MD	Modèle 3(a) ROA	Modèle 3(a) ROE
Chi ² (1)	20.18	1.08	23.33	86.46	36.03	2.37
Prob > chi ²	0.0000	0.2991	0.0000	0.0000	0.0000	0.1238

4.1.1.3.5 L'autocorrélation

L'autocorrélation signifie l'existence d'une corrélation entre les observations successives d'une même variable. Plusieurs tests peuvent détecter sa présence dans les données de panel. Dans le cadre de notre étude, le test de Wooldridge (sous l'hypothèse nulle de l'absence d'autocorrélation de premier ordre des résidus : l'indépendance des termes d'erreur) a été appliqué. Ce test est disponible sur Stata à travers la commande « xtserial ». Les résultats de ce test (voir le Tableau 4-8) ont montré que l'hypothèse d'indépendance des termes d'erreur n'était pas respectée dans tous les modèles. Le problème de l'autocorrélation ne peut pas être traité en utilisant les estimations des MCO, d'effets fixes ou aléatoires. Arellano et Bond (1991) ont suggéré que la méthode GMM est la meilleure méthode d'estimation pour résoudre le problème d'autocorrélation et les problèmes d'effets fixes non observables pour le modèle de données de panel dynamique.

Tableau 4-8 : Le test de l'autocorrélation de Wooldridge

	Modèle 1(a) ROA	Modèle 1(b) ROE	Modèle 2(a) DT	Modèle 2(b) MD	Modèle 3(a) ROA	Modèle 3(a) ROE

F(1, 119)	24.384	48.621	56.109	9.858	26.970	50.623
Prob > F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0021	0.0000	0.0000

4.1.1.3.6 L'endogénéité

En suivant les études de Schultz et al. (2010), Nguyen et al. (2014), Shao (2019) et Al Farooque et al. (2020), un test de Durbin-Wu-Hausman (DWH) a été utilisé pour détecter l'endogénéité des régresseurs en tant que groupe. Ce test suit une distribution de khi-deux avec un degré de liberté égal au nombre de variables explicatives pour lesquelles on teste l'endogénéité. Ce test se base sur les équations en niveau dans lesquelles les variables instrumentales des variables endogènes sont les différences des variables de la performance de l'entreprise, de la structure du capital, du conseil d'administration et des variables de contrôle retardées d'un an. Seules la variable AGE, les variables muettes de l'année et les variables muettes du secteur d'activité sont considérées comme variables exogènes.

Les résultats du test DWH de l'endogénéité présentés dans le Tableau 4-9, indiquent que l'hypothèse nulle qui stipule que tous les régresseurs sont exogènes, ne peut être acceptée à aucun niveau de signification conventionnel dans les trois modèles de l'étude. Ces résultats prouvent que la relation entre les variables du conseil d'administration, de la structure du capital et de la performance de l'entreprise dans le contexte algérien est soumise à des problèmes d'endogénéité. Cela implique également que les recherches antérieures sur la gouvernance et la performance des entreprises exécutées à l'aide de la méthode MCO ou le modèle à effets fixes ou aléatoires peuvent avoir des résultats biaisés et/ou inconsistants à cause de la présence de l'endogénéité (Barros et al., 2020).

Tableau 4-9 : Le test d'endogénéité des variables de Durbin-Wu-Hausman (DWH)

Modèle 1(a)	Modèle 1(b)	Modèle 2(a)	Modèle 2(b)	Modèle 3(a)	Modèle 3(a)
ROA	ROE	DT	MD	ROA	ROE
Chi-sq(13)= 47.547	Chi-sq(13)= 53.613	Chi-sq(11)= 20.740	Chi-sq(11)= 24.291	Chi-sq(25)= 70.416	Chi-sq(25)= 73.698
P-value = 0.000	P-value = 0.000	P-value = 0.036	P-value = 0.012	P-value = 0.000	P-value = 0.000

4.1.2 Analyse multivariée

La vérification des hypothèses de la régression a montré l'existence de trois problèmes dans les données de l'étude qui sont l'hétéroscédasticité, l'autocorrélation et l'endogénéité. Selon Wooldridge (2002), en cas de présence de l'hétéroscédasticité et d'autocorrélation, la méthode GMM fonctionne plus efficacement que l'estimateur à effets fixes ou aléatoires. De plus, selon Roodman (2009b), en cas de présence de l'hétéroscédasticité, la méthode GMM en système en deux étapes avec des écart-types robustes corrigés pour des échantillons finis en utilisant la procédure de correction de Windmeijer (2005) est plus efficace que le GMM en système en une étape. En outre, l'approche GMM est la méthode la plus appropriée pour surmonter le problème d'endogénéité qui caractérise les recherches dans le domaine de la finance et plus particulièrement la relation gouvernance-performance (Wintoki et al., 2012; Barros et al., 2020). Par conséquent, le GMM en système en deux étapes est la méthode de régression principale pour tous les modèles de notre étude. Nous analysons dans un premier temps les relations entre le conseil d'administration, la structure du capital et la performance financière des entreprises en utilisant le modèle linéaire. Nous passons ensuite à tester les mêmes relations à l'aide du modèle non-linéaire, et ce, pour découvrir s'il existe une structure du capital et des caractéristiques du conseil d'administration qui maximisent la performance de l'entreprise comme l'indique certains travaux théoriques et empiriques.

4.1.2.1 Le modèle linéaire

La vérification des hypothèses de la régression réalisée dans la première partie de cette section nous a permis de choisir l'estimateur GMM en système en deux étapes en utilisant la correction de Windmeijer (2005) comme l'estimateur le plus efficace. Cependant, et pour des raisons de comparaisons, notre étude rapporte aussi les résultats des estimateurs MCO statique, MCO dynamique, et le modèle à effets fixes. Selon Nguyen et al. (2014), cette comparaison des estimateurs est utile pour déterminer si le GMM est bien spécifié.

Afin de choisir le modèle le plus pertinent (le modèle à effets fixes ou aléatoires), un test F pour le modèle à effets fixes, un test Breusch-Pagan Lagrange Multiplier pour le modèle à effets aléatoires et un test Hausman ont été effectués. Ces tests ont montré que pour les trois modèles de notre étude, le modèle à effets fixes est le plus approprié.

Pour le modèle dynamique nous avons inclus les variables dépendantes retardées d'une seule période dans toutes les équations de notre étude. En effet, selon Wintoki et al. (2012), les retards de deux périodes de la variable dépendante sont suffisants pour capturer toutes les informations du passé. Néanmoins, l'application de la méthode MCO, recommandée par ces auteurs, sur les

variables dépendantes actuelles en fonction de leurs deux retards (c'est-à-dire, Y_{it-1} et Y_{it-2}) en tenant compte des variables explicatives et des variables de contrôle, a indiqué que Y_{it-2} n'est pas statistiquement significatif, ce qui signifie qu'un seul retard suffit pour saisir la nature dynamique des relations analysées dans cette étude. Ceci est conforme aux études de Schultz et al. (2010); Nguyen et al. (2015) et Al Farooque et al. (2020).

En termes d'exogénéité, tous les régresseurs sont supposés être endogènes, à l'exception de la variable « AGE », les variables muettes de l'année et les variables muettes du secteur d'activité qui sont exogènes. En ce qui concerne la validité des résultats de l'estimateur GMM, il est nécessaire de vérifier certaines hypothèses (Roodman, 2009b). D'abord le nombre de périodes (T) doit être inférieur au nombre d'entreprises (N), ce qui est le cas dans notre étude ($5 < 120$). De plus, le nombre d'instruments doit être inférieur au nombre de groupes (N=120), pour le réaliser, nous avons utilisé l'option « collapes » sur Stata, qui permet de réduire le nombre d'instruments. La méthode GMM nécessite également la vérification de l'autocorrélation à travers les tests de d'Arellano et Bond (AR(1) et AR(2)) ainsi que la validité des instruments via le test de sur-identification de Hansen et l'exogénéité des instruments par la différence dans le test de Hansen. Les résultats de ces tests sont rapportés dans les dernières lignes de chaque tableau d'estimation.

Le premier test vérifié est le test de corrélation sérielle. Selon Arellano et Bond (1991), l'estimateur GMM exige la présence d'une corrélation sérielle de premier ordre AR(1) et une absence de corrélation sérielle de second ordre AR(2) dans les résidus. L'objectif du test AR(2) est de savoir si le modèle inclut suffisamment de retards pour contrôler les aspects dynamiques de la relation empirique étudiée. Selon Roodman (2009b), les retards de l'ordre de deux ou plus sont valables pour être utilisés comme instruments dans les équations en différence première. Les résultats montrent que pour tous les modèles, les p-values de AR (1) sont significatives (p-value < 0.05) ce qui prouve la présence d'une corrélation de premier ordre. Cependant, les p-values de AR(2) ne sont pas significatives (p-value > 0.05). Cela signifie que les retards utilisés sont pertinents.

Le second test utilisé est le test de Hansen de sur-identification, ce test sert à vérifier la validité des instruments en tant que groupe. Le test de Hansen donne une statistique J qui suit la loi khi- deux. Son hypothèse nulle H_0 stipule que les instruments sont valides ($J = 0$). Pour que les résultats soient valides, la p-value de ce test doit être comprise entre 0.05 et 0.80 (Labra & Torrecillas, 2018). Cependant, il est beaucoup mieux si cette p-value soit comprise entre 0.1 et 0.25 selon les recommandations de Roodman (2009b). Si la probabilité est proche de 1, cela signifie que les propriétés asymptotiques du test n'ont pas été appliquées, H_0 doit être rejetée. Les

résultats de ce test montrent que les p-values de tous les modèles de l'étude sont supérieures à 0.05 et inférieure à 0.8. L'hypothèse nulle ne peut être rejetée, ce qui signifie que tous les modèles sont bien spécifiés et que tous les instruments en tant que groupe sont valides.

Le troisième test est la différence dans le test de Hansen, ce test vérifie l'exogénéité des sous-ensembles d'instruments. Les résultats montrent que pour tous les modèles, les p-values ne sont pas significatives, soit pour les « instruments GMM » ou pour les « instruments IV », ce qui prouve que tous les instruments utilisés sont exogènes.

Une hypothèse supplémentaire a été suggérée par Bond (2002) pour vérifier la validité de l'estimateur GMM en système. Cette hypothèse stipule que le coefficient de la variable dépendante retardée estimé par le GMM doit être inférieur à celui obtenu par le MCO et supérieur à celui obtenu par le modèle à EF (pour le modèle 1(a) par exemple : le coefficient $MCO=0.683 > GMM=0.645 > EF=0.127$). Cette hypothèse est vérifiée pour tous les modèles de notre étude. En conclusion, l'ensemble des hypothèses concernant la validité de l'estimateur GMM en système ont été testée et validée, par conséquent, les résultats de cet estimateur sont consistants, efficaces et non biaisés.

4.1.2.1.1 L'impact de la structure du capital et du conseil d'administration sur la performance des entreprises

Les résultats de l'analyse de l'effet de la structure du capital et des caractéristiques du conseil d'administration sur la performance financière des sociétés algériennes mesurée par le ROA (le modèle 1(a)) et par le ROE (le modèle 1(b)) sont présentés dans le Tableau 4-10. Les colonnes (1), (2), (3) et (4) rapportent les résultats du modèle 1(a) obtenus à partir des estimateurs MCO sous le modèle statique, MCO, EF et GMM en système sous le modèle dynamique, respectivement. Les colonnes (6), (7), (8) et (9) du tableau fournissent les résultats du modèle 1 (b) en utilisant les mêmes estimateurs.

La statistique F du test de signification globale pour les quatre estimateurs est significative au seuil de 1 %. L'hypothèse nulle de l'égalité conjointe à zéro de tous les coefficients estimés est rejetée. Cela prouve que les modèles 1(a) et 1(b) offrent un bon ajustement. Les résultats montrent également que R^2 est nettement meilleur dans le modèle dynamique (0.206; 0.603 pour les estimateurs MCO statique, MCO dynamique dans le modèle 1(a) et 0.210; 0.585 pour les mêmes estimateurs dans le modèle 1(b)). Le R^2 reflète le pouvoir explicatif du modèle empirique, ces résultats prouvent qu'il ne peut y avoir aucun problème avec la sélection des variables indépendantes en termes d'explication, notamment dans le modèle dynamique. Le R^2 rapporté dans le modèle à EF (0.178; 0.199 pour les modèles 1(a) et 1(b) respectivement) est le « within », il

renseigne alors sur l'importance de la variabilité intra-groupe. En raison de la présence de l'endogénéité, les résultats produits à partir des estimateurs MCO et EF sont biaisés et ne seront donc pas pris en compte dans notre étude, pour cela, nous passons directement à l'interprétation des résultats de l'estimateur GMM.

Les résultats du modèle 1(a) présentés dans le Tableau 4-10 indiquent que le coefficient estimé de la variable dépendante retardée (L.ROA) est significatif au niveau de 1 % dans les quatre estimateurs, ce qui indique que le modèle dynamique est le plus approprié comme suggéré par Wintoki et al. (2012). Cela confirme que les performances passées permettent d'expliquer les performances actuelles, suggérant ainsi la présence d'une endogénéité dynamique. La colonne (4) du Tableau 4-10 présente les coefficients estimés de la structure du capital et des caractéristiques du conseil d'administration à l'aide de l'estimateur GMM en système. Le ratio de l'endettement total (DT) est négativement lié à la performance des entreprises algériennes mesurée par le ROA (le coefficient estimé est -0.069 avec $p\text{-value} < 0.05$), tandis que la maturité de la dette (MD) n'a aucune relation significative avec le ROA. Il est de même pour toutes les caractéristiques du CA utilisées dans cette étude qui n'affichent également aucun résultat significatif. Les résultats montrent aussi que parmi les variables de contrôle, seules les opportunités de croissance (OC) influencent le ROA, cet impact est positif et significatif au seuil de 5 % (le coefficient estimé est 0.032).

Une mesure alternative de la performance de l'entreprise a été utilisée dans notre étude et qui est le rendement des capitaux propres (ROE). Le Tableau 4-10 (colonnes 6, 7, 8 et 9) rapporte les résultats de l'impact de la structure du capital et des caractéristiques du conseil d'administration sur la performance financière des sociétés algériennes mesurée par le ROE (le modèle 1(b)). Les résultats de ce modèle sont similaires à ceux obtenus en utilisant le ROA. L'endettement total (DT) est négativement associé au ROE (le coefficient estimé est -0.155). Ce lien est significatif au seuil de 10 %. Cependant, la maturité de la dette (MD) ne montre aucun lien significatif avec le ROE. En ce qui concerne les caractéristiques du conseil d'administration, les résultats n'affichent aucune relation significative avec le ROE. Les opportunités de croissance (OC) est la seule variable de contrôle influençant le ROE, cette influence est positive et significative au seuil de 5 % (le coefficient estimé est 0.134).

Notre échantillon comprend des entreprises familiales et non familiales, afin de comparer entre les deux, nous avons considéré la nature de propriété comme une variable modératrice. Par conséquent, nous avons construit les modèles 1(a') et 1(b') en rajoutant aux modèles 1(a) et 1(b) les termes d'interaction suivants : NPR*DT, NPR*MD, NPR*TCA, NPR*DUA, NPR*IND,

NPR*DGND, NPR*DNAT, NPR*DAGE. Les résultats du modèle 1(a') et du modèle 1(b') sont présentés dans le Tableau 4-10 (colonne 5 et 10 respectivement). Ces résultats sont similaires à ceux obtenus dans les modèles 1(a) et 1(b). Les deux modèles révèlent que la nature de propriété et tous les termes d'interactions intégrés ne sont pas significatifs, ce qui signifie que la nature de propriété n'influence ni la relation entre la structure du capital et la performance (ROA et ROE), ni la relation entre les caractéristiques du conseil d'administration et la performance (ROA et ROE). Par conséquent, les résultats des modèles 1(a) et 1(b) sont valables pour les entreprises familiales comme pour les entreprises non familiales.

Tableau 4-10 : L'impact du conseil d'administration et de la structure du capital sur la performance des entreprises

VARIABLES	Modèle 1(a) ROA				Modèle 1(a') ROA	Modèle 1(b) ROE				Modèle 1(b') ROE
	Statique	Dynamique			(5) GMM-Sys	Statique	Dynamique			(10) GMM-Sys
	(1) MCO	(2) MCO	(3) EF	(4) GMM-Sys		(6) MOC	(7) MCO	(8) EF	(9) GMM-Sys	
L.ROA		0.683*** (0.042)	0.127** (0.053)	0.645*** (0.086)	0.541*** (0.110)					
L.ROE							0.653*** (0.042)	0.275*** (0.074)	0.588*** (0.095)	0.571*** (0.073)
DT	-0.071*** (0.014)	-0.037*** (0.013)	-0.110** (0.043)	-0.069** (0.035)	-0.190* (0.096)	0.062 (0.041)	-0.031 (0.035)	-0.121 (0.134)	-0.155* (0.092)	-0.560* (0.337)
MD	-0.027* (0.014)	-0.004 (0.013)	0.016 (0.027)	0.004 (0.042)	0.039 (0.082)	-0.085*** (0.031)	-0.012 (0.026)	0.006 (0.085)	-0.015 (0.108)	-0.100 (0.216)
TCA	0.010 (0.010)	0.003 (0.008)	0.015 (0.026)	-0.008 (0.026)	-0.001 (0.038)	0.029 (0.023)	-0.006 (0.017)	0.036 (0.077)	-0.018 (0.063)	0.102 (0.244)
DUA	-0.007 (0.005)	0.000 (0.004)	0.022 (0.025)	-0.017 (0.019)	0.010 (0.031)	-0.017 (0.012)	0.000 (0.009)	0.016 (0.061)	-0.035 (0.034)	-0.051 (0.141)
IND	-0.019 (0.016)	-0.014 (0.012)	-0.032 (0.034)	0.060 (0.048)	-0.161 (0.157)	-0.070* (0.037)	-0.028 (0.030)	-0.132 (0.102)	0.028 (0.087)	-0.382 (0.507)
DGND	0.036*** (0.014)	0.017 (0.011)	0.016 (0.019)	-0.015 (0.027)	0.140 (0.091)	0.098*** (0.035)	0.069*** (0.026)	0.053 (0.059)	0.081 (0.065)	0.133 (0.318)
DNAT	0.041*** (0.013)	0.017 (0.011)	-0.064 (0.078)	-0.022 (0.041)	0.084 (0.109)	0.080** (0.031)	0.035 (0.024)	-0.050 (0.227)	-0.063 (0.083)	0.045 (0.275)
DAGE	0.007 (0.043)	-0.015 (0.039)	0.111 (0.121)	0.048 (0.170)	-0.133 (0.489)	-0.106 (0.116)	-0.078 (0.106)	0.295 (0.328)	0.131 (0.350)	0.488 (1.442)
TE	0.003* (0.002)	0.002 (0.002)	0.010 (0.013)	-0.004 (0.004)	0.001 (0.006)	0.005 (0.004)	0.006* (0.003)	0.003 (0.043)	0.011 (0.012)	0.002 (0.016)
AGE	0.012** (0.006)	0.006 (0.004)	-0.019 (0.029)	0.005 (0.009)	0.003 (0.012)	0.043*** (0.015)	0.020** (0.010)	-0.044 (0.100)	0.004 (0.018)	0.007 (0.039)
NPR	-0.005 (0.006)	-0.001 (0.004)		0.005 (0.013)	-0.141 (0.118)	0.003 (0.015)	-0.002 (0.010)		0.001 (0.042)	-0.282 (0.361)
GRT	-0.026 (0.016)	-0.000 (0.013)	0.018 (0.031)	-0.014 (0.038)	0.001 (0.046)	-0.059 (0.037)	-0.010 (0.031)	0.020 (0.086)	-0.167 (0.147)	0.065 (0.123)
lnLIQ	0.003 (0.005)	-0.000 (0.004)	-0.007 (0.008)	-0.013 (0.012)	-0.005 (0.013)	0.017 (0.013)	-0.000 (0.010)	-0.023 (0.022)	-0.034 (0.031)	-0.009 (0.036)
OC	0.044*** (0.007)	0.046*** (0.007)	0.041*** (0.007)	0.032*** (0.011)	0.035** (0.017)	0.107*** (0.019)	0.109*** (0.017)	0.096*** (0.021)	0.134*** (0.034)	0.130*** (0.039)
NPR*DT					0.083 (0.110)					0.470 (0.331)
NPR*MD					-0.016 (0.084)					0.061 (0.195)
NPR*TCA					0.026					-0.097

					(0.054)					(0.290)
NPR*DUA					-0.046					0.024
					(0.045)					(0.173)
NPR*IND					0.180					0.414
					(0.187)					(0.546)
NPR*DGND					-0.132					-0.079
					(0.101)					(0.336)
NPR*DNAT					-0.105					-0.092
					(0.113)					(0.284)
NPR*DAGE					0.087					-0.735
					(0.602)					(1.459)
Constante	-0.004	-0.023	-0.110	0.128	0.151	-0.062	-0.113	0.152	-0.044	0.299
	(0.041)	(0.039)	(0.243)	(0.096)	(0.158)	(0.103)	(0.085)	(0.752)	(0.256)	(0.538)
Secteur d'activité	OUI	OUI	NON	OUI	OUI	OUI	OUI	NON	OUI	OUI
Année	OUI	OUI	NON	OUI	OUI	OUI	OUI	NON	OUI	OUI
Observations	600	480	480	480	480	600	480	480	480	480
R-squared	0.206	0.603	0.178			0.210	0.585	0.199		
F-statistic (p-value)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Nb de groupes			120	120	120			120	120	120
Nb d'instruments				98	98				94	96
AR(1)(p-value)				0.000	0.001				0.001	0.001
AR(2)(p-value)				0.394	0.344				0.612	0.726
Hansen (p-value)				0.381	0.398				0.246	0.282
Difference-in-Hansen (p-value)										
-Instruments GMM en niveau				0.555	0.554				0.113	0.347
-Instruments IV				0.138	0.735				0.186	0.600

Remarque : Le tableau présente les coefficients de régression et les erreurs types corrigées (entre parenthèses). *, **, *** représentent le seuil de signification de 1 %, 5 % et 10 %, respectivement.

4.1.2.1.2 L'impact du conseil d'administration sur la structure du capital

L'objectif du second modèle de notre étude est d'analyser l'impact des caractéristiques du conseil d'administration sur la structure du capital. Cette dernière est mesurée par deux variables : le ratio de l'endettement total (DT) et la maturité de la dette (MD). Les résultats de l'estimation de la relation entre le conseil d'administration et le ratio d'endettement total (le modèle 2(a)) sont rapportés dans les colonnes 1, 2, 3 et 4 du Tableau 4-11, et les résultats de l'impact du conseil d'administration sur la maturité de la dette (le modèle 2(b)) sont présentés dans les colonnes 6, 7, 8 et 9 du même tableau. Les coefficients des variables dépendantes retardées dans les deux modèles sont significatifs au seuil de 1 % (les coefficients estimés sont 0.683; 0.692 pour l'endettement total (L.DT) et la maturité de la dette (L.MD) respectivement). Cela prouve la présence d'une endogénéité dynamique.

Les résultats du modèle 2(a) montrent que la taille du conseil d'administration (TCA) influence négativement le ratio d'endettement total (le coefficient estimé est -0.136 avec p-value < 0.1). Cependant, les autres caractéristiques du conseil d'administration à savoir : la dualité (DUA), l'indépendance des administrateurs (IND), la diversité des genres (DGND), la diversité des nationalités (DNAT), la diversité des âges (DAGE) ne montrent pas de relations significatives.

Quant aux variables de contrôle, les résultats montrent que le logarithme népérien de la liquidité (LnLIQ) est négativement associé au ratio d'endettement total (le coefficient estimé est -0.055 avec p -value < 0.05 respectivement), tandis que la taille de l'entreprise (TE) exerce un impact positif et significatif au seuil de 10 % sur le ratio d'endettement total (le coefficient estimé est 0.070).

En ce qui concerne le modèle 2(b), les résultats montrent que la taille du conseil d'administration (TCA) et la diversité des nationalités (DNAT) exercent une influence négative sur la maturité de la dette (MD), cette influence est significative au seuil de 10 % (les coefficients estimés sont -0.221; -0.163 respectivement). Les résultats montrent qu'en matière des variables de contrôle, le logarithme népérien de la liquidité (LnLIQ) influence positivement la maturité de la dette (MD), cette relation est significative au seuil de 10 % (le coefficient estimé est 0.072).

Comme nous l'avons précédemment mentionné (Tableau 4-1), notre échantillon contient des entreprises familiales et non familiales, dans le but de savoir la différence entre les deux, nous avons testé l'effet modérateur de la nature de propriété sur la relation entre les caractéristiques du conseil d'administration et la structure du capital. Nous avons donc construit les modèles 2(a') et 2(b') en rajoutant aux modèles 2(a) et 2(b) les termes d'interactions suivants : NPR*TCA, NPR*DUA, NPR*IND, NPR*DGND, NPR*DNAT, NPR*DAGE. Les résultats du modèle 2(a') et du modèle 2(b') sont présentés dans le Tableau 4-11 (colonnes 5 et 10 respectivement). Les résultats obtenus sont similaires à ceux des modèles 2(a) et 2(b). Les deux modèles révèlent que la nature de propriété et tous les termes d'interactions intégrés ne sont pas significatifs. Cela signifie que la nature de propriété n'est pas une variable modératrice et n'exerce aucune influence sur la relation entre les caractéristiques du conseil d'administration et la structure du capital (endettement total et maturité de la dette). Par conséquent, les résultats des modèles 2(a) et 2(b) sont valables pour les entreprises familiales comme pour les entreprises non familiales.

Tableau 4-11 : L'impact du conseil d'administration sur la structure du capital

VARIABLES	Modèle 2 (a) DT				Modèle 2 (a') DT	Modèle 2 (b) MD				Modèle 2 (b') MD
	Statique	Dynamique			(5) GMM-Sys	Statique	Dynamique			(10) GMM-Sys
	(1) MCO	(2) MCO	(3) EF	(4) GMM-Sys		(6) MOC	(7) MCO	(8) EF	(9) GMM-Sys	
L.DT		0.850*** (0.024)	0.242** (0.105)	0.683*** (0.115)	0.647*** (0.129)					
L.MD							0.794*** (0.033)	0.092 (0.065)	0.692*** (0.114)	0.718*** (0.095)
TCA	-0.098*** (0.032)	-0.042*** (0.015)	0.028 (0.036)	-0.136* (0.069)	-0.194* (0.106)	0.099*** (0.035)	0.019 (0.022)	0.024 (0.063)	-0.221* (0.120)	-0.180* (0.097)
DUA	0.054*** (0.017)	0.007 (0.009)	0.066* (0.037)	0.030 (0.060)	0.127 (0.105)	0.004 (0.019)	0.005 (0.012)	0.128*** (0.033)	0.111 (0.109)	0.043 (0.096)
IND	0.158***	0.055**	0.039	-0.021	0.194	0.024	0.016	0.132	0.156	-0.361

	(0.047)	(0.022)	(0.057)	(0.121)	(0.170)	(0.053)	(0.038)	(0.092)	(0.230)	(0.349)
DGND	-0.040	-0.011	-0.034	0.073	0.188	-0.047	-0.056	-0.092*	-0.008	0.140
	(0.040)	(0.021)	(0.045)	(0.067)	(0.133)	(0.046)	(0.035)	(0.053)	(0.101)	(0.201)
DNAT	-0.014	-0.041**	-0.150	-0.109	-0.021	-0.181***	-0.075***	0.111	-0.163*	-0.339**
	(0.036)	(0.019)	(0.093)	(0.077)	(0.158)	(0.036)	(0.026)	(0.091)	(0.082)	(0.163)
DAGE	-0.580***	-0.074	0.324	-0.109	0.868	-0.078	-0.080	-0.135	0.087	-0.466
	(0.175)	(0.075)	(0.213)	(0.559)	(0.868)	(0.178)	(0.145)	(0.354)	(0.681)	(1.076)
TE	0.010**	0.002	0.088***	0.070**	0.060*	0.024***	0.004	0.111***	0.029	0.017
	(0.005)	(0.002)	(0.031)	(0.033)	(0.032)	(0.005)	(0.004)	(0.038)	(0.029)	(0.016)
AGE	0.021	0.012	-0.043	-0.018	-0.001	-0.011	-0.007	-0.102	-0.008	-0.010
	(0.019)	(0.008)	(0.049)	(0.027)	(0.035)	(0.019)	(0.015)	(0.074)	(0.032)	(0.035)
NPR	-0.025	-0.004		0.088	0.197	-0.078***	-0.014		0.095	-0.303
	(0.021)	(0.009)		(0.151)	(0.189)	(0.021)	(0.016)		(0.197)	(0.317)
GRT	-0.183***	-0.007	-0.010	-0.116	0.022	0.457***	0.094**	0.155*	0.177	0.139
	(0.043)	(0.019)	(0.045)	(0.140)	(0.127)	(0.059)	(0.041)	(0.087)	(0.122)	(0.138)
lnLIQ	-0.188***	-0.040***	-0.064***	-0.055**	-0.058*	0.123***	0.036***	0.138***	0.072*	0.052*
	(0.011)	(0.007)	(0.017)	(0.023)	(0.029)	(0.014)	(0.009)	(0.022)	(0.039)	(0.026)
OC	0.086***	0.050***	0.025**	0.007	0.044	0.082***	0.005	0.009	0.105	0.073
	(0.025)	(0.015)	(0.011)	(0.045)	(0.031)	(0.024)	(0.019)	(0.018)	(0.079)	(0.059)
NPR*TCA					0.092					0.060
					(0.150)					(0.117)
NPR*DUA					-0.116					-0.034
					(0.126)					(0.134)
NPR*IND					-0.239					0.324
					(0.252)					(0.339)
NPR*DGND					-0.096					-0.208
					(0.152)					(0.208)
NPR*DNAT					-0.081					0.199
					(0.200)					(0.172)
NPR*DAGE					-1.340					0.833
					(0.868)					(1.368)
Constante	0.650***	0.108*	-1.430**	-1.080*	-1.043*	-0.672***	-0.067	-2.101***	-0.390	0.149
	(0.121)	(0.056)	(0.553)	(0.610)	(0.599)	(0.120)	(0.102)	(0.755)	(0.526)	(0.449)
Secteur d'activité	OUI	OUI	NON	OUI	OUI	OUI	OUI	NON	OUI	OUI
Année	OUI	OUI	NON	OUI	OUI	OUI	OUI	NON	OUI	OUI
Observations	600	480	480	480	480	600	480	480	480	480
R-squared	0.464	0.904	0.390			0.430	0.790	0.353		
F-statistic (p-value)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Nb de groupes			120	120	120			120	120	120
Nb d'instruments				50	62				52	100
AR(1)(p-value)				0.001	0.000				0.002	0.002
AR(2)(p-value)				0.518	0.486				0.530	0.402
Hansen (p-value)				0.638	0.791				0.685	0.287
Difference-in-Hansen (p-value)										
-Instruments GMM en niveau				0.421	0.417				0.119	0.097
-Instruments IV				0.410	0.496				0.377	0.464

Remarque : Le tableau présente les coefficients de régression et les erreurs types corrigées (entre parenthèses). *, **, *** représentent le seuil de signification de 1 %, 5 % et 10 %, respectivement.

4.1.2.1.3 L'effet médiateur de la structure du capital sur la relation entre le conseil d'administration et la performance financière

À partir des deux premiers modèles présentés en haut, nous pouvons conclure si la structure du capital agit comme un médiateur de la relation entre les caractéristiques du conseil d'administration et la performance financière des entreprises algériennes. Selon Baron et Kenny (1986), la médiation est soumise à un certain nombre de conditions à savoir (1) l'existence d'une

corrélation significative entre la variable indépendante et la variable dépendante. (2) l'existence d'une corrélation significative entre la variable indépendante et la variable médiatrice. (3) l'existence d'une corrélation significative entre la variable médiatrice et la variable dépendante. (4) lorsque le médiateur est intégré dans l'équation de la régression, si la corrélation entre la variable indépendante et la variable dépendante diminue mais reste statistiquement significative, on parle d'une médiation partielle. Si cette corrélation devient non significative, on parle d'une médiation parfaite. Cela signifie que l'effet de la variable indépendante sur la variable dépendante se produit par le biais de la variable médiatrice.

Le Tableau 4-12 récapitule les résultats des deux premiers modèles 1 et 2 obtenus précédemment en utilisant l'estimateur GMM en système. Ces deux modèles représentent les conditions (2), (3) et (4) de la médiation. Pour vérifier la condition (1), nous avons rajouté le modèle « 0 » qui analyse la relation entre les caractéristiques du conseil d'administration sans inclure les médiateurs (endettement total et maturité de la dette).

Les résultats montrent que les conditions de la médiation ne sont pas satisfaites, notamment les conditions (1) et (4) (les caractéristiques du conseil d'administration n'ont affiché aucune relation significative ni avec le ROA ni avec le ROE en absence ou en présence du médiateur). Cela signifie que dans le contexte algérien la structure du capital (endettement total et maturité de la dette) n'est pas un médiateur de la relation entre les caractéristiques du conseil d'administration et la performance financière.

Tableau 4-12 : L'effet médiateur de la structure du capital sur la relation entre le conseil d'administration et la performance financière

VARIABLES	Médiation de la structure du capital de la relation entre le conseil d'administration et le ROA				Médiation de la structure du capital de la relation entre le conseil d'administration et le ROE			
	(1) Modèle 0(a) ROA	(2) Modèle 2(a) DT	(3) Modèle 2(b) MD	(4) Modèle 1(a) ROA	(5) Modèle 0(b) ROE	(6) Modèle 2(a) DT	(7) Modèle 2(b) MD	(8) Modèle 1(b) ROE
L.ROA	0.671*** (0.082)			0.645*** (0.086)				
L.ROE					0.616*** (0.095)			0.588*** (0.095)
L.DT		0.683*** (0.115)				0.683*** (0.115)		
L.MD			0.692*** (0.114)				0.692*** (0.114)	
DT				-0.069** (0.035)				-0.155* (0.092)
MD				0.004 (0.042)				-0.015 (0.108)

TCA	0.013 (0.025)	-0.136* (0.069)	-0.221* (0.120)	-0.008 (0.026)	0.034 (0.083)	-0.136* (0.069)	-0.221* (0.120)	-0.018 (0.063)
DUA	-0.017 (0.017)	0.030 (0.060)	0.111 (0.109)	-0.017 (0.019)	-0.056 (0.034)	0.030 (0.060)	0.111 (0.109)	-0.035 (0.034)
IND	0.031 (0.056)	-0.021 (0.121)	0.156 (0.230)	0.060 (0.048)	-0.016 (0.131)	-0.021 (0.121)	0.156 (0.230)	0.028 (0.087)
DGND	-0.012 (0.029)	0.073 (0.067)	-0.008 (0.101)	-0.015 (0.027)	0.078 (0.062)	0.073 (0.067)	-0.008 (0.101)	0.081 (0.065)
DNAT	0.004 (0.028)	-0.109 (0.077)	-0.163* (0.082)	-0.022 (0.041)	-0.018 (0.094)	-0.109 (0.077)	-0.163* (0.082)	-0.063 (0.083)
DAGE	0.087 (0.213)	-0.109 (0.559)	0.087 (0.681)	0.048 (0.170)	0.185 (0.370)	-0.109 (0.559)	0.087 (0.681)	0.131 (0.350)
TE	-0.007 (0.004)	0.070** (0.033)	0.029 (0.029)	-0.004 (0.004)	0.000 (0.012)	0.070** (0.033)	0.029 (0.029)	0.011 (0.012)
AGE	0.006 (0.007)	-0.018 (0.027)	-0.008 (0.032)	0.005 (0.009)	0.012 (0.028)	-0.018 (0.027)	-0.008 (0.032)	0.004 (0.018)
NPR	0.009 (0.020)	0.088 (0.151)	0.095 (0.197)	0.005 (0.013)	0.018 (0.037)	0.088 (0.151)	0.095 (0.197)	0.001 (0.042)
GRT	-0.005 (0.028)	-0.116 (0.140)	0.177 (0.122)	-0.014 (0.038)	-0.108 (0.113)	-0.116 (0.140)	0.177 (0.122)	-0.167 (0.147)
lnLIQ	-0.002 (0.008)	-0.055** (0.023)	0.072* (0.039)	-0.013 (0.012)	0.003 (0.027)	-0.055** (0.023)	0.072* (0.039)	-0.034 (0.031)
OC	0.022* (0.011)	0.007 (0.045)	0.105 (0.079)	0.032*** (0.011)	0.119*** (0.034)	0.007 (0.045)	0.105 (0.079)	0.134*** (0.034)
Constant	0.104 (0.088)	-1.080* (0.610)	-0.390 (0.526)	0.128 (0.096)	-0.040 (0.274)	-1.080* (0.610)	-0.390 (0.526)	-0.044 (0.256)
Secteur d'activité	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
Année	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
Observations	600	600	600	600	600	600	600	600
Nb de groupes	120	120	120	120	120	120	120	120
Nb d'instruments	98	50	52	98	85	50	52	94
AR(1)(p-value)	0.000	0.001	0.002	0.000	0.001	0.001	0.002	0.001
AR(2)(p-value)	0.418	0.518	0.530	0.394	0.448	0.518	0.530	0.612
Hansen (p-value)	0.408	0.638	0.685	0.381	0.216	0.638	0.685	0.246
Difference-in-Hansen (p-value)								
-Instruments GMM en niveau	0.686	0.421	0.119	0.555	0.103	0.421	0.119	0.113
-Instruments IV	0.260	0.410	0.377	0.138	0.449	0.410	0.377	0.186

Remarque : Le tableau présente les coefficients de régression et les erreurs types corrigées (entre parenthèses). *, **, *** représentent le seuil de signification de 1 %, 5 % et 10 %, respectivement.

4.1.2.1.4 L'effet modérateur du conseil d'administration sur la relation entre la structure du capital et la performance financière

Le modèle 3 de notre étude est conçu pour analyser l'impact de l'interaction entre la structure du capital et le conseil d'administration sur la performance financière. Le Tableau 4-13 présente les résultats de l'estimation en utilisant le ROA, le ROE comme mesures de performance (modèles 3(a) et 3(b) respectivement).

D'après les résultats du modèle 3(a), on constate que l'endettement total (DT) exerce un effet direct négatif et significatif au seuil de 10 % sur la performance financière mesurée par le ROA (le coefficient estimé est -0.286). Cependant, son interaction avec la maturité de la dette (DT*DAGE) affiche un effet positif et significatif au seuil de 10 % sur le ROA. L'intensité de cette relation de modération est relativement importante (le coefficient de l'interaction estimé est 1.234). Cette interaction indique que lorsque la diversité des âges au sein du conseil d'administration est importante, l'effet de l'endettement total sur la performance financière de l'entreprise (ROA) change du négatif au positif.

Les résultats sont similaires lorsque la performance financière est mesurée par le ROE (modèle 3(b)). Le Tableau 4-13 révèle un effet direct négatif et statistiquement significatif au seuil de 5 % de l'endettement total sur le ROE (le coefficient estimé est -1.005). Le même tableau montre que l'interaction de la diversité des âges avec l'endettement total (DT*DAGE) a un sens inverse. Cette interaction est intense et significative au seuil de 10 % (le coefficient de l'interaction estimé est 3.331). En d'autres termes, la diversité des âges a un effet modérateur sur la relation entre l'endettement total et le ROE. En effet, si la diversité des âges est importante, l'impact de l'endettement total sur le ROE passe du négatif au positif.

En ce qui concerne les variables de contrôle, les résultats montrent que seules les opportunités de croissance (OC) affichent une relation significative avec la performance financière (les coefficients estimés sont 0.043 avec $p\text{-value} < 0.05$ pour le modèle 3(a) et 0.145 avec $p\text{-value} < 0.01$ pour le modèle 3(b)).

Tableau 4-13 : L'effet modérateur de la structure du capital sur la relation entre le conseil d'administration et la performance

VARIABLES	Modèle 3 (a) ROA				Modèle 3 (b) ROE			
	Statique	Dynamique			Statique	Dynamique		
	(1) MCO	(2) MCO	(3) EF	(4) GMM-Sys	(5) MOC	(6) MCO	(7) EF	(8) GMM- Sys
L.ROA		0.674*** (0.044)	0.116** (0.056)	0.565*** (0.106)				
L.ROE						0.644*** (0.042)	0.260*** (0.075)	0.623*** (0.160)
DT	-0.083 (0.058)	-0.043 (0.053)	-0.323*** (0.120)	-0.286* (0.169)	-0.070 (0.133)	-0.040 (0.111)	-0.622* (0.317)	-1.005** (0.472)
MD	-0.018 (0.052)	-0.033 (0.046)	-0.121 (0.092)	0.036 (0.154)	-0.097 (0.117)	-0.108 (0.090)	-0.376 (0.238)	-0.207 (0.456)
TCA	-0.022 (0.028)	-0.006 (0.021)	-0.069 (0.045)	0.004 (0.063)	-0.107* (0.056)	-0.013 (0.040)	-0.152 (0.112)	-0.128 (0.249)
DUA	-0.004 (0.015)	-0.001 (0.014)	-0.000 (0.032)	-0.021 (0.058)	0.030 (0.029)	0.004 (0.024)	-0.027 (0.079)	-0.213 (0.164)
IND	0.032 (0.042)	-0.001 (0.033)	-0.055 (0.078)	0.069 (0.083)	0.147 (0.097)	0.005 (0.077)	-0.130 (0.171)	-0.021 (0.360)

DGND	0.059 (0.040)	0.032 (0.027)	0.061* (0.036)	-0.119 (0.118)	0.082 (0.082)	0.033 (0.052)	0.130 (0.091)	-0.139 (0.273)
DNAT	0.161*** (0.043)	0.050 (0.035)	-0.011 (0.123)	0.099 (0.086)	0.216*** (0.075)	0.022 (0.058)	0.043 (0.273)	0.069 (0.292)
DAGE	-0.039 (0.172)	-0.103 (0.137)	-0.048 (0.261)	-0.919 (0.612)	-0.211 (0.343)	-0.321 (0.280)	-0.339 (0.486)	-2.194 (1.413)
TE	0.004** (0.002)	0.002 (0.002)	0.016 (0.012)	-0.004 (0.008)	0.009** (0.004)	0.008** (0.004)	0.013 (0.036)	0.006 (0.020)
AGE	0.015** (0.007)	0.005 (0.005)	-0.023 (0.027)	0.018 (0.015)	0.052*** (0.015)	0.018* (0.010)	-0.033 (0.090)	0.033 (0.055)
NPR	-0.001 (0.007)	0.001 (0.005)		-0.003 (0.029)	-0.000 (0.016)	-0.004 (0.011)		0.064 (0.077)
GRT	-0.023 (0.016)	0.000 (0.014)	0.015 (0.029)	-0.005 (0.051)	-0.062* (0.037)	-0.021 (0.032)	0.014 (0.086)	-0.019 (0.102)
lnLIQ	0.002 (0.005)	-0.002 (0.005)	-0.006 (0.008)	-0.014 (0.016)	0.019 (0.013)	-0.001 (0.011)	-0.019 (0.021)	-0.035 (0.033)
OC	0.042*** (0.008)	0.045*** (0.007)	0.043*** (0.007)	0.043** (0.018)	0.104*** (0.020)	0.111*** (0.017)	0.101*** (0.021)	0.145*** (0.045)
DT*TCA	0.041 (0.044)	0.008 (0.035)	0.115 (0.071)	0.033 (0.115)	0.256** (0.105)	0.009 (0.079)	0.285 (0.206)	0.253 (0.380)
DT*DUA	0.006 (0.021)	0.006 (0.019)	0.031 (0.057)	0.058 (0.096)	-0.117** (0.050)	-0.024 (0.041)	0.061 (0.158)	0.252 (0.279)
DT*IND	-0.079 (0.059)	-0.031 (0.046)	0.011 (0.110)	-0.043 (0.137)	-0.511*** (0.164)	-0.125 (0.142)	-0.205 (0.336)	-0.278 (0.588)
DT*DGND	-0.005 (0.056)	0.000 (0.037)	-0.013 (0.055)	0.158 (0.159)	0.167 (0.139)	0.141 (0.101)	0.060 (0.170)	0.490 (0.406)
DT*DNAT	-0.184*** (0.059)	-0.042 (0.048)	-0.071 (0.199)	-0.121 (0.139)	-0.113 (0.120)	0.033 (0.092)	-0.104 (0.410)	-0.032 (0.435)
DT*DAGE	0.059 (0.240)	0.069 (0.205)	0.237 (0.414)	1.234* (0.724)	0.317 (0.571)	0.285 (0.568)	1.264 (0.974)	3.331* (1.788)
MD*TCA	0.020 (0.033)	0.016 (0.028)	0.089 (0.072)	0.023 (0.118)	0.030 (0.079)	0.019 (0.065)	0.190 (0.249)	0.101 (0.395)
MD*DUA	-0.017 (0.018)	-0.011 (0.014)	0.006 (0.045)	-0.046 (0.068)	0.039 (0.047)	0.016 (0.037)	0.029 (0.140)	0.038 (0.231)
MD*IND	-0.031 (0.050)	0.010 (0.045)	0.008 (0.090)	-0.114 (0.169)	0.016 (0.134)	0.057 (0.126)	0.236 (0.325)	0.173 (0.653)
MD*DGND	-0.069 (0.049)	-0.051 (0.038)	-0.097 (0.065)	0.073 (0.102)	-0.268** (0.129)	-0.156 (0.096)	-0.293 (0.189)	-0.254 (0.288)
MD*DNAT	-0.056 (0.058)	-0.041 (0.050)	0.079 (0.103)	0.050 (0.147)	-0.201 (0.135)	0.037 (0.105)	0.254 (0.221)	0.259 (0.469)
MD*DAGE	0.000 (0.160)	0.133 (0.141)	0.010 (0.272)	0.024 (0.370)	-0.149 (0.460)	0.381 (0.397)	-0.123 (0.769)	-0.075 (1.230)
Constante	-0.014 (0.057)	-0.012 (0.054)	-0.068 (0.256)	0.179 (0.204)	-0.108 (0.126)	-0.107 (0.110)	0.267 (0.703)	0.500 (0.517)
Secteur d'activité	OUI	OUI	NON	OUI	OUI	OUI	NON	OUI
Année	OUI	OUI	NON	OUI	OUI	OUI	NON	OUI
Observations	600	480	480	480	600	480	480	480
R-squared	0.241	0.609	0.213		0.258	0.594	0.247	
F-statistic (p-value)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Nb de groupes			120	120			120	120
Nb d'instruments				106				104
AR(1)(p-value)				0.000				0.000
AR(2)(p-value)				0.544				0.366
Hansen (p-value)				0.594				0.351
Difference-in-Hansen (p-value)								
-Instruments GMM en niveau				0.574				0.157
-Instruments IV				0.572				0.177

Remarque : Le tableau présente les coefficients de régression et les erreurs types corrigées (entre parenthèses). *, **, *** représentent le seuil de signification de 1 %, 5 % et 10 %, respectivement.

4.1.2.2 Le modèle non linéaire

Conformément à la littérature en matière de la structure du capital et du conseil d'administration, notre étude teste l'existence d'une relation non linéaire entre les caractéristiques du conseil d'administration, la structure du capital et la performance financière. Pour ce faire, nous utilisons la fonction quadratique déjà utilisées dans les études de Berger et Di Patti (2006), Margaritis et Psillaki (2010), Le et Phan (2017) pour analyser la relation entre la structure du capital et la performance financière. La même équation a été utilisée pour examiner la relation entre le conseil d'administration et la performance financière. L'étude de Merendino et Melville (2019) a prouvé une relation quadratique entre l'indépendance des administrateurs et la performance des entreprises italiennes. L'étude de Hidayat et Utama (2017) a abouti à une relation non linéaire sous forme de U entre la taille du conseil d'administration et la performance de l'entreprise dans le contexte indonésien. L'étude de Dakhlaoui et Fredj (2020) effectuée sur les entreprises tunisiennes a montré également l'existence d'une relation non linéaire entre les caractéristiques du conseil d'administration (la taille et l'indépendance des administrateurs) et la performance. Pour cela, nous testons dans notre étude, l'existence d'une relation quadratique pour ces deux caractéristiques du conseil d'administration (la taille et l'indépendance des administrateurs).

Les résultats du modèle non linéaire pour toutes les équations de l'étude sont présentés dans le Tableau 4-14 et le Tableau 4-15. Similairement au modèle linéaire, les conditions de validité des résultats de l'estimateur GMM sont vérifiées. Pour toutes les équations le nombre d'instruments utilisés est inférieur au nombre de groupes. Les tests d'autocorrélation d'Arrelano et Bond sont vérifiés pour tous les modèles de l'étude. Les p-values de AR (1) sont significatives et égales à 0.000; 0.001; 0.011; 0.009 pour les modèles 1(a''), 1(b''), 2(a''), 2(b'') respectivement. Les p-values de AR(2) ne sont pas significatives (0.409; 0.727; 0.548; 0.407 pour les mêmes modèles respectivement). En ce qui concerne le test de Hansen, les résultats montrent que les p-values de ce dernier sont comprises entre 0.1 et 0.80 (0.633; 0.298; 0.661; 0.501 pour les modèles 1(a''), 1(b''), 2(a'') et 2(b'') respectivement). De plus, le coefficient de la variable dépendante retardée estimé par le GMM est inférieur à celui obtenu par le MCO et supérieur à celui obtenu par le modèle à EF tel est recommandé par Bond (2002) (pour le modèle 1(a'') par exemple : le coefficient MCO=0.671 > GMM=0.617 > EF=0.127). Cette condition est vérifiée pour tous les modèles de notre étude (voir le Tableau 4-14 et le Tableau 4-15).

4.1.2.2.1 L'impact non linéaire de la structure du capital et du conseil d'administration sur la performance des entreprises

Le Tableau 4-14 présente les résultats du modèle 1 de notre étude et qui vise à examiner la relation entre la structure du capital, les caractéristiques du conseil d'administration et la performance financière en utilisant le modèle non linéaire (quadratique). Pour ce faire, nous avons intégré les carrés de l'endettement total (DT^2), la maturité de la dette (MD^2), la taille du conseil d'administration (TCA^2) et l'indépendance des administrateurs (IND^2).

Comme dans le modèle linéaire, l'estimateur principal est le GMM en système, mais pour des raisons de comparaison et de vérification de la bonne spécification de cet estimateur, les résultats des estimateurs MCO statique, MCO dynamique et du modèle à effets fixes dynamique sont également rapportés. Les résultats montrent que la statistique F de tous les estimateurs est significative au seuil de 1 %, ce qui prouve la signification globale de toutes les équations utilisées. De plus, le R^2 du modèle dynamique affiche une valeur supérieure à celle du modèle statique (pour l'estimateur MCO statique et dynamique respectivement, R^2 est égal à 0.244 et 0.612 dans le modèle 1(a'') et 0.237 et 0.594 dans le modèle 1(b'')). Par conséquent, le modèle dynamique offre un pouvoir explicatif meilleur.

En ce qui concerne le modèle 1(a''), les résultats de l'estimateur GMM en système montrent une relation quadratique entre l'endettement total et le ROA. Le coefficient estimé (β_1) de DT est positif et significatif au seuil de 10 % ($\beta_1 = 0.227$) tandis que le coefficient estimé (β_2) de DT^2 est négatif et statistiquement significatif au seuil de 5 % ($\beta_2 = -0.249$), ce qui signifie que la relation entre l'endettement total et le ROA est sous forme de U inversé. En d'autres termes la performance des entreprises algériennes mesurée par le ROA augmente avec l'augmentation de l'endettement total jusqu'à un certain seuil, après elle diminue. Ce seuil qui représente le maximum de la courbe, est calculé mathématiquement par l'équation suivante :

$$\text{Le maximum} = -\beta_1/2 * \beta_2 = 45.58 \%$$

Cette équation indique que le ROA est positivement lié au ratio de l'endettement total jusqu'à 45.58 %, si l'endettement dépasse ce seuil de 45.58 %, le ROA devient négativement lié à l'endettement total.

Les mêmes résultats ont été obtenus en utilisant une mesure alternative de la performance à savoir le ROE (le modèle 1(b'')). Le coefficient estimé (β_1) de DT est positif et significatif au seuil de 1 % ($\beta_1 = 0.717$), tandis que le coefficient estimé (β_2) de DT^2 est négatif et statistiquement significatif au seuil de 1 % ($\beta_2 = -0.637$), ce qui signifie que la relation entre l'endettement total et

le ROE est sous forme de U inversé. Son maximum est égal à $-\beta_1/2*\beta_2 = 56.28\%$. Cela signifie que la performance des entreprises algériennes mesurée par le ROE augmente avec l'augmentation de l'endettement total jusqu'à un certain seuil 56.28 %, si l'endettement dépasse ce seuil, le ROE devient négativement lié à l'endettement total.

D'autres résultats sont semblables à ceux obtenus dans le modèle linéaire. La maturité de la dette reste toujours non significative et les opportunités de croissance sont positivement et significativement liées à la performance des entreprises algériennes mesurée par le ROA ou le ROE (les coefficients estimés sont 0.034 avec p-value < 0.05 pour le modèle 1 (a'') et 0.101 avec p-value < 0.01 pour le modèle 1 (b''))

Tableau 4-14 : L'impact non linéaire du conseil d'administration et de la structure du capital sur la performance des entreprises

VARIABLES	Modèle 1(a'')				Modèle 1(b'')			
	ROA				ROE			
	Statique	Dynamique			Statique	Dynamique		
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	
MCO	MCO	EF	GMM-Sys	MOC	MCO	EF	GMM- Sys	
L.ROA		0.671*** (0.043)	0.127** (0.055)	0.617*** (0.082)				
L.ROE						0.643*** (0.043)	0.280*** (0.076)	0.635*** (0.099)
DT	0.159*** (0.050)	0.066 (0.045)	0.042 (0.104)	0.227* (0.134)	0.494*** (0.122)	0.149 (0.101)	-0.015 (0.264)	0.717* (0.399)
DT ²	-0.199*** (0.042)	-0.095** (0.038)	-0.147 (0.105)	-0.249** (0.107)	-0.384*** (0.109)	-0.173* (0.090)	-0.123 (0.294)	-0.637** (0.304)
MD	-0.005 (0.032)	-0.040 (0.027)	-0.026 (0.058)	-0.060 (0.091)	-0.101 (0.075)	-0.130** (0.061)	-0.102 (0.158)	-0.157 (0.165)
MD ²	-0.063* (0.038)	0.034 (0.030)	0.057 (0.076)	-0.004 (0.098)	-0.037 (0.097)	0.137* (0.076)	0.156 (0.169)	-0.046 (0.199)
TCA	0.235** (0.091)	0.072 (0.069)	0.271 (0.181)	0.292 (0.288)	0.461** (0.215)	0.024 (0.164)	0.754 (0.629)	-0.152 (0.517)
TCA ²	-0.077** (0.030)	-0.024 (0.023)	-0.085 (0.063)	-0.097 (0.095)	-0.145** (0.070)	-0.011 (0.054)	-0.240 (0.216)	0.041 (0.163)
DUA	-0.001 (0.005)	0.001 (0.004)	0.027 (0.028)	-0.003 (0.020)	-0.006 (0.012)	-0.002 (0.009)	0.032 (0.066)	-0.052 (0.038)
IND	-0.018 (0.045)	-0.012 (0.046)	0.020 (0.076)	-0.018 (0.225)	0.036 (0.105)	-0.025 (0.103)	-0.170 (0.197)	-0.484 (0.425)
IND ²	-0.011 (0.055)	-0.006 (0.051)	-0.072 (0.090)	0.068 (0.250)	-0.146 (0.132)	-0.010 (0.117)	0.030 (0.253)	0.628 (0.466)
DGND	0.030* (0.015)	0.013 (0.012)	0.002 (0.020)	-0.015 (0.027)	0.077** (0.038)	0.062** (0.027)	0.031 (0.062)	0.035 (0.094)
DNAT	0.039*** (0.013)	0.014 (0.011)	-0.094 (0.075)	-0.045 (0.047)	0.076** (0.031)	0.029 (0.026)	-0.114 (0.215)	-0.073 (0.132)
DAGE	0.010 (0.042)	-0.021 (0.040)	0.120 (0.118)	0.193 (0.170)	-0.108 (0.113)	-0.101 (0.105)	0.380 (0.350)	0.320 (0.456)
TE	0.005*** (0.002)	0.003* (0.002)	0.011 (0.013)	-0.002 (0.005)	0.008** (0.004)	0.008** (0.003)	-0.001 (0.042)	0.020 (0.018)
AGE	0.007 (0.006)	0.003 (0.004)	-0.033 (0.033)	-0.010 (0.013)	0.033** (0.015)	0.014 (0.009)	-0.097 (0.125)	-0.011 (0.023)
NPR	-0.007 (0.007)	-0.002 (0.005)		-0.023 (0.023)	0.003 (0.016)	-0.001 (0.010)		-0.001 (0.069)
GRT	-0.009	0.001	0.012	0.018	-0.037	-0.014	0.010	0.160

	(0.015)	(0.013)	(0.030)	(0.034)	(0.038)	(0.032)	(0.085)	(0.105)
lnLIQ	0.016***	0.003	-0.006	0.007	0.038***	0.004	-0.028	0.055
	(0.005)	(0.005)	(0.008)	(0.016)	(0.014)	(0.012)	(0.021)	(0.049)
OC	0.044***	0.045***	0.039***	0.034**	0.107***	0.108***	0.096***	0.101***
	(0.007)	(0.007)	(0.007)	(0.014)	(0.019)	(0.017)	(0.022)	(0.037)
Constante	-0.231***	-0.100	-0.296	-0.183	-0.484***	-0.177	-0.115	-0.398
	(0.079)	(0.069)	(0.302)	(0.243)	(0.178)	(0.142)	(0.903)	(0.478)
Secteur d'activité	OUI	OUI	NON	OUI	OUI	OUI	NON	OUI
Année	OUI	OUI	NON	OUI	OUI	OUI	NON	OUI
Observations	600	480	480	480	600	480	480	480
R-squared	0.244	0.612	0.204		0.237	0.594	0.213	
F-statistic (p-value)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Nb de groupes			120	120			120	120
Nb d'instruments				93				89
AR(1)(p-value)				0.000				0.001
AR(2)(p-value)				0.409				0.727
Hansen (p-value)				0.633				0.298
Difference-in-Hansen (p-value)								
-Instruments GMM en niveau				0.694				0.480
-Instruments IV				0.607				0.573

Remarque : Le tableau présente les coefficients de régression et les erreurs types corrigées (entre parenthèses). *, **, *** représentent le seuil de signification de 1 %, 5 % et 10 %, respectivement.

4.1.2.2.2 L'impact non linéaire du conseil d'administration sur la structure du capital

Le Tableau 4-15 rapporte les résultats de la relation entre les caractéristiques du conseil d'administration et la structure du capital mesurée par l'endettement total (le modèle 2(a'')) et la maturité de la dette (le modèle 2(b'')).

Les résultats du modèle 2(a'') obtenus par l'estimateur GMM en système et présentés dans la colonne 4 du Tableau 4-15 relèvent une relation non linéaire entre l'endettement total et la taille du conseil d'administration (TCA). Le coefficient estimé (β_1) de TCA est négatif et significatif au seuil de 10 % ($\beta_1 = -2.169$), tandis que le coefficient estimé (β_2) de TCA² est positif et statistiquement significatif au seuil de 10 % ($\beta_2 = 0.731$), ce qui signifie que la relation entre l'endettement total et la taille du conseil d'administration est sous forme de U. Son minimum est égal à $-\beta_1/2\beta_2 = 1.48$. En d'autres termes, l'endettement total diminue avec l'augmentation de la taille du conseil d'administration jusqu'à un certain seuil (1.48 signifie une taille du conseil égale à 4.39 membres), après il augmente. Quant aux variables de contrôle, seules les opportunités de croissance (OC) influencent significativement l'endettement total (le coefficient estimé est 0.082 avec p-value < 0.1).

En ce qui concerne le modèle 2(b''), les résultats de l'estimateur GMM en système montrent également une relation quadratique entre la maturité de la dette et la taille du conseil d'administration (TCA). Le coefficient estimé (β_1) de TCA est positif et significatif au seuil de 5 % ($\beta_1 = 3.271$), tandis que le coefficient estimé (β_2) de TCA² est négatif et statistiquement

significatif au seuil de 5 % ($\beta_2 = -1.156$), ce qui signifie que la relation entre la maturité de la dette et l'indépendance des administrateurs est sous forme de U inversé. Son maximum est égal à $-\beta_1/2\beta_2 = 1.41$. En d'autres termes, la maturité de la dette augmente avec l'augmentation de la taille du conseil d'administration jusqu'à un certain seuil (1.41 signifie une taille du conseil égale à 4.1 membres). Si la taille dépasse ce seuil, la maturité de la dette commence à diminuer.

Les résultats montrent également que certaines relations déjà obtenues dans le modèle linéaire restent valables dans le modèle non linéaire. La diversité des nationalités (DNAT) garde son influence négative sur la maturité de la dette (le coefficient estimé est -0.294 avec p -value < 0.05). Le logarithme népérien de la liquidité (lnLIQ) garde son impact positif sans rester toutefois significatif.

Tableau 4-15 : L'impact non linéaire du conseil d'administration sur la structure du capital

VARIABLES	Modèle 2 (a'')				Modèle 2 (b'')			
	DT				MD			
	Statique	Dynamique			Statique	Dynamique		
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	
	MCO	MCO	EF	GMM-Sys	MOC	MCO	EF	GMM- Sys
L.DT		0.849*** (0.024)	0.241** (0.105)	0.600** (0.239)		0.785*** (0.033)	0.093 (0.065)	0.530*** (0.142)
L.MD								
TCA	0.786*** (0.291)	0.030 (0.143)	0.330 (0.308)	-2.169* (1.283)	1.331*** (0.356)	0.475** (0.236)	0.237 (0.435)	3.271** (1.271)
TCA ²	-0.300*** (0.098)	-0.026 (0.048)	-0.105 (0.097)	0.731* (0.423)	-0.423*** (0.120)	-0.157** (0.079)	-0.074 (0.134)	-1.156** (0.443)
DUA	0.064*** (0.018)	0.006 (0.009)	0.073** (0.036)	0.024 (0.149)	0.016 (0.020)	0.008 (0.012)	0.139*** (0.032)	-0.007 (0.116)
IND	0.043 (0.150)	-0.073 (0.070)	-0.081 (0.108)	-0.064 (0.335)	-0.394** (0.164)	-0.191 (0.121)	-0.124 (0.167)	-0.604 (0.823)
IND ²	0.136 (0.190)	0.153* (0.087)	0.150 (0.137)	-0.004 (0.397)	0.505*** (0.190)	0.246* (0.139)	0.316 (0.194)	0.716 (0.835)
DGND	-0.050 (0.040)	-0.004 (0.022)	-0.029 (0.049)	0.115 (0.115)	-0.046 (0.046)	-0.052 (0.036)	-0.090 (0.055)	-0.052 (0.106)
DNAT	-0.031 (0.037)	-0.044** (0.019)	-0.161 (0.099)	-0.067 (0.182)	-0.211*** (0.036)	-0.087*** (0.027)	0.113 (0.090)	-0.294** (0.126)
DAGE	-0.553*** (0.174)	-0.072 (0.075)	0.343 (0.235)	-0.745 (0.752)	-0.044 (0.178)	-0.066 (0.144)	-0.045 (0.372)	0.820 (0.899)
TE	0.012*** (0.005)	0.002 (0.002)	0.087*** (0.031)	0.047 (0.075)	0.028*** (0.005)	0.006 (0.004)	0.108*** (0.041)	0.032 (0.023)
AGE	0.023 (0.019)	0.012 (0.008)	-0.017 (0.056)	-0.023 (0.042)	-0.010 (0.019)	-0.006 (0.015)	-0.095 (0.091)	0.001 (0.048)
NPR	-0.032 (0.021)	-0.007 (0.009)		0.297 (0.400)	-0.095*** (0.021)	-0.023 (0.016)		-0.117 (0.155)
GRT	-0.194*** (0.043)	-0.007 (0.020)	-0.010 (0.045)	0.053 (0.183)	0.444*** (0.058)	0.094** (0.041)	0.154* (0.087)	0.123 (0.224)
lnLIQ	-0.188*** (0.011)	-0.040*** (0.007)	-0.065*** (0.017)	-0.047 (0.029)	0.125*** (0.013)	0.038*** (0.009)	0.138*** (0.022)	0.024 (0.040)
OC	0.084*** (0.025)	0.049*** (0.015)	0.025** (0.011)	0.082* (0.049)	0.080*** (0.023)	0.004 (0.019)	0.007 (0.019)	0.068 (0.057)
Constante	-0.001 (0.235)	0.069 (0.117)	-1.690*** (0.583)	0.984 (1.256)	-1.585*** (0.293)	-0.392** (0.199)	-2.189** (0.974)	-2.775** (1.110)

Secteur d'activité	OUI	OUI	NON	OUI	OUI	OUI	NON	OUI
Année	OUI	OUI	NON	OUI	OUI	OUI	NON	OUI
Observations	600	480	480	480	600	480	480	480
R-squared	0.471	0.904	0.399		0.445	0.792	0.358	
F-statistic (p-value)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Nb de groupes			120	120			120	120
Nb d'instruments				49				69
AR(1)(p-value)				0.011				0.009
AR(2)(p-value)				0.548				0.407
Hansen (p-value)				0.661				0.501
Difference-in-Hansen (p-value)								
-Instruments GMM en niveau				0.387				0.348
-Instruments IV				0.610				0.125

Remarque : Le tableau présente les coefficients de régression et les erreurs types corrigées (entre parenthèses). *, **, *** représentent le seuil de signification de 1 %, 5 % et 10 %, respectivement.

4.1.3 Tests de robustesse

Le problème majeur de l'utilisation de la méthode GMM est la prolifération potentielle des instruments. Cette prolifération peut biaiser les coefficients estimés et affaiblir la puissance du test de Hansen qui détecte l'invalidité des instruments utilisés (Roodman, 2009a). Pour cela, nous suivons les recommandations de Roodman (2009a), et vérifions la sensibilité de nos résultats à la réduction du nombre d'instruments utilisés. Cette réduction d'instruments s'effectue en incluant un ou deux retards des variables instrumentées à la place d'utiliser tous les retards possibles. En outre, nous utilisons l'option « collapse » pour réduire le nombre d'instruments, comme suggéré par Roodman (2009b). Le Tableau 4-16 et le Tableau 4-17 rapportent les résultats de ce test de robustesse et indiquent que les résultats restent généralement inchangés. Les relations significatives, soit dans le modèle linéaire ou non linéaire restent toujours significatives malgré certains changements dans les degrés de significativité. Les coefficients de la plupart des variables sont similaires à ceux obtenus précédemment en termes de direction et d'ampleur, ce qui signifie que nos résultats sont robustes à la réduction des instruments.

Tableau 4-16 : Tests de robustesse pour le modèle linéaire

VARIABLES	Les effets directs				L'effet modérateur de la nature de propriété				L'effet modérateur du conseil d'administration	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
	Modèle 1(a) ROA	Modèle 1(b) ROE	Modèle 2(a) DT	Modèle 2(b) MD	Modèle 1(a') ROA	Modèle 1(b') ROE	Modèle 2(a') DT	Modèle 2(b') MD	Modèle 3(a) ROA	Modèle 3(b) ROE
L.ROA	0.558*** (0.084)				0.521*** (0.135)				0.585*** (0.107)	
L.ROE		0.640*** (0.092)				0.583*** (0.101)				0.493*** (0.167)
L.DT			0.644*** (0.113)				0.652*** (0.129)			
L.MD				0.663*** (0.138)				0.693*** (0.088)		
DT	-0.078** (0.038)	-0.170* (0.090)			-0.148* (0.086)	-0.707* (0.413)			-0.305* (0.173)	-1.224** (0.510)
MD	-0.036 (0.038)	-0.028 (0.079)			-0.005 (0.095)	-0.155 (0.302)			0.037 (0.151)	-0.182 (0.709)
TCA	0.000 (0.028)	-0.013 (0.073)	-0.147** (0.071)	-0.284** (0.128)	-0.010 (0.041)	0.259 (0.287)	-0.197* (0.103)	-0.190* (0.108)	-0.001 (0.062)	-0.166 (0.255)
DUA	-0.033 (0.025)	-0.031 (0.033)	0.050 (0.075)	0.128 (0.116)	0.001 (0.030)	-0.002 (0.206)	0.122 (0.102)	0.020 (0.107)	-0.026 (0.048)	-0.157 (0.157)
IND	0.018 (0.050)	0.017 (0.095)	-0.011 (0.115)	0.300 (0.278)	-0.125 (0.165)	-0.698 (0.600)	0.201 (0.167)	-0.358 (0.361)	0.065 (0.086)	-0.190 (0.434)
DGND	-0.016 (0.039)	0.077 (0.070)	0.083 (0.059)	0.049 (0.107)	0.106 (0.083)	0.174 (0.403)	0.180 (0.128)	0.091 (0.210)	-0.095 (0.114)	-0.146 (0.332)
DNAT	-0.010 (0.050)	-0.017 (0.076)	-0.102 (0.084)	-0.165* (0.083)	0.047 (0.102)	0.193 (0.493)	-0.011 (0.157)	-0.341** (0.168)	0.100 (0.080)	0.205 (0.321)
DAGE	0.076 (0.152)	-0.114 (0.347)	-0.256 (0.552)	0.150 (1.004)	0.000 (0.500)	-0.217 (1.812)	0.869 (0.829)	-0.582 (1.284)	-0.921* (0.502)	-2.493 (1.624)
TE	0.001 (0.005)	0.018 (0.016)	0.071* (0.040)	0.029 (0.025)	0.001 (0.008)	-0.003 (0.022)	0.060* (0.032)	0.015 (0.016)	-0.003 (0.008)	0.001 (0.026)
AGE	0.005 (0.009)	0.013 (0.027)	-0.012 (0.033)	-0.006 (0.035)	0.005 (0.012)	0.005 (0.044)	0.000 (0.036)	-0.014 (0.036)	0.017 (0.015)	0.056 (0.062)
NPR	-0.011 (0.017)	-0.013 (0.046)	0.106 (0.194)	0.096 (0.199)	-0.134 (0.126)	-0.297 (0.372)	0.189 (0.188)	-0.342 (0.307)	-0.004 (0.025)	0.106 (0.094)
GRT	-0.027 (0.045)	-0.166 (0.125)	-0.123 (0.161)	-0.017 (0.187)	0.019 (0.055)	0.127 (0.132)	0.018 (0.130)	0.165 (0.166)	-0.005 (0.051)	-0.053 (0.183)
lnLIQ	-0.011 (0.011)	-0.038 (0.030)	-0.064** (0.032)	0.065* (0.039)	0.001 (0.013)	-0.023 (0.031)	-0.057* (0.029)	0.056* (0.030)	-0.017 (0.016)	-0.035 (0.035)
OC	0.035** (0.017)	0.108*** (0.035)	0.004 (0.041)	0.115 (0.075)	0.047** (0.023)	0.098** (0.047)	0.042 (0.030)	0.074 (0.057)	0.040** (0.019)	0.156*** (0.056)
DT*TCA									0.034 (0.117)	0.385 (0.395)
DT*DUA									0.064 (0.080)	0.205 (0.347)
DT*IND									-0.030 (0.133)	-0.073 (0.553)
DT*DGND									0.130 (0.153)	0.589 (0.574)
DT*DNAT									-0.124 (0.132)	-0.405 (0.462)
DT*DAGE									1.265** (0.620)	3.504* (1.933)
MD*TCA									0.036 (0.117)	0.116 (0.540)
MD*DUA									-0.041 (0.067)	0.077 (0.263)
MD*IND									-0.136 (0.169)	-0.035 (0.728)
MD*DGND									0.069 (0.095)	-0.327 (0.397)
MD*DNAT									0.072 (0.151)	0.465 (0.530)
MD*DAGE									0.020 (0.370)	0.060 (1.644)

NPR*DT					0.060 (0.090)	0.600 (0.421)				
NPR*MD					0.015 (0.094)	0.129 (0.270)				
NPR*TCA					0.027 (0.066)	-0.251 (0.325)	0.100 (0.149)	0.069 (0.132)		
NPR*DUA					-0.034 (0.045)	-0.009 (0.229)	-0.112 (0.123)	-0.010 (0.157)		
NPR*IND					0.161 (0.211)	0.720 (0.630)	-0.249 (0.255)	0.314 (0.368)		
NPR*DGND					-0.083 (0.091)	-0.106 (0.418)	-0.090 (0.146)	-0.161 (0.221)		
NPR*DNAT					-0.062 (0.106)	-0.200 (0.482)	-0.089 (0.198)	0.185 (0.189)		
NPR*DAGE					-0.054 (0.570)	-0.229 (1.802)	-1.332 (0.852)	0.978 (1.573)		
Constante	0.056 (0.108)	-0.205 (0.287)	-1.086 (0.772)	-0.305 (0.457)	0.123 (0.154)	0.451 (0.745)	-1.054* (0.598)	0.242 (0.449)	0.180 (0.192)	0.691 (0.553)
Observations	480	480	480	480	480	480	480	480	480	480
Nb de groupes	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120
Instruments	77	79	46	41	94	84	61	95	103	91
AR(1)	0.000	0.001	0.001	0.001	0.001	0.003	0.000	0.002	0.000	0.000
AR(2)	0.451	0.601	0.529	0.591	0.385	0.912	0.494	0.394	0.524	0.334
Hansen	0.403	0.752	0.698	0.573	0.243	0.447	0.748	0.265	0.573	0.420

Remarque : Le tableau présente les coefficients de régression et les erreurs types corrigées (entre parenthèses). *, **, *** représentent le seuil de signification de 1 %, 5 % et 10 %, respectivement.

Tableau 4-17 : Tests de robustesse pour le modèle non linéaire

VARIABLES	(1) Modèle 1(a'') ROA	(2) Modèle 1(b'') ROE	(3) Modèle 2(a'') DT	(4) Modèle 2(b'') MD
L.ROA	0.494*** (0.128)			
L.ROE		0.644*** (0.093)		
L.DT			0.650** (0.249)	
L.MD				0.496*** (0.147)
DT	0.580* (0.313)	0.670* (0.397)		
DT ²	-0.616** (0.304)	-0.565* (0.302)		
MD	-0.056 (0.196)	-0.134 (0.179)		
MD ²	-0.028 (0.221)	-0.061 (0.204)		
TCA	0.232 (0.529)	-0.186 (0.514)	-2.231* (1.322)	4.172** (1.663)
TCA ²	-0.097 (0.178)	0.034 (0.163)	0.758* (0.438)	-1.457** (0.580)
DUA	-0.037 (0.051)	-0.063 (0.039)	0.048 (0.134)	0.041 (0.127)
IND	0.197 (0.313)	-0.355 (0.463)	-0.190 (0.371)	-0.450 (0.759)
IND ²	-0.172 (0.350)	0.547 (0.499)	0.085 (0.417)	0.475 (0.943)
DGND	-0.011 (0.062)	0.053 (0.088)	0.123 (0.105)	-0.003 (0.108)
DNAT	-0.000 (0.071)	-0.058 (0.126)	-0.004 (0.173)	-0.244* (0.139)
DAGE	0.272 (0.398)	0.559 (0.532)	-0.688 (0.774)	0.829 (0.911)
TE	0.007 (0.015)	0.024 (0.018)	0.036 (0.067)	0.037 (0.026)

AGE	-0.014 (0.026)	-0.015 (0.023)	-0.022 (0.040)	-0.016 (0.057)
NPR	-0.034 (0.060)	0.000 (0.068)	0.220 (0.371)	-0.236 (0.155)
GRT	0.042 (0.066)	0.136 (0.105)	0.065 (0.191)	0.047 (0.196)
lnLIQ	0.016 (0.020)	0.056 (0.048)	-0.030 (0.031)	0.088 (0.059)
OC	0.050** (0.022)	0.091** (0.038)	0.103* (0.053)	0.068 (0.077)
Constante	-0.378 (0.502)	-0.467 (0.492)	1.196 (1.194)	-3.540** (1.357)
Observations	480	480	480	480
Nb de groupes	120	120	120	120
Instruments	50	83	46	65
AR(1)	0.000	0.001	0.009	0.012
AR(2)	0.241	0.694	0.596	0.304
Hansen	0.707	0.322	0.575	0.565

Remarque : Le tableau présente les coefficients de régression et les erreurs types corrigées (entre parenthèses). *, **, *** représentent le seuil de signification de 1 %, 5 % et 10 %, respectivement.

4.2 Discussion des résultats

Comme nous l'avons précédemment indiqué, notre recherche est basée sur cinq axes, à savoir : 1. L'analyse de la relation entre la structure du capital et la performance financière; 2. L'analyse de la relation entre les caractéristiques du conseil d'administration et la performance financière; 3. L'analyse de la relation entre les caractéristiques du conseil d'administration et la structure du capital; 4. Le test de l'effet médiateur de la structure du capital sur la relation entre les caractéristiques du conseil d'administration et la performance financière des entreprises algériennes; 5. Le test de l'effet modérateur des caractéristiques du conseil d'administration sur la relation entre la structure du capital et la performance financière des entreprises algériennes. Les hypothèses relatives à ces cinq axes ont été développées dans la première section du chapitre 3. La méthodologie adoptée afin de tester ces hypothèses a été également développée dans la deuxième section du même chapitre. Quant aux résultats empiriques, ils ont été présentés dans la première section de ce chapitre. La présente section sert à discuter et interpréter les résultats obtenus.

4.2.1 Impact de la structure du capital sur la performance financière

L'hypothèse H1 prédit une relation négative entre la structure du capital et la performance financière en se basant sur la théorie du financement hiérarchique. Les résultats empiriques du modèle linéaire présentés dans le Tableau 4-10 ont confirmé une relation négative et significative entre l'endettement total et la performance financière mesurée par le ROA et le ROE (le seuil de significativité est 5 % pour le ROA et 10 % pour le ROE). Ce résultat est conforme à celui obtenu dans certains pays émergents ou en développement tels que Majumdar et Chhibber (1999) dans le contexte indien; Zeitun et Tian (2007) en Jordanie; Amraoui et al. (2017) au Maroc; Nguyen et Nguyen (2020) au Vietnam.

Cependant, le modèle non linéaire présenté dans le Tableau 4-14 a montré une relation linéaire positive et significative au seuil de 10 % et une relation quadratique négative et significative au seuil de 5 % entre l'endettement total et la performance financière (ROA et ROE). Ces résultats signifient que la relation entre l'endettement total et la performance (ROA et ROE) est sous forme de U inversé. En d'autres termes la performance des entreprises algériennes augmente avec l'augmentation de l'endettement total jusqu'à un certain seuil (45.58 % pour le ROA et 56.28 % pour le ROE), après elle diminue. Ce résultat est similaire à celui des études de Berger et Di Patti (2006) sur les banques commerciales américaines, Margaritis et Psillaki (2010) sur les entreprises industrielles françaises, Le et Phan (2017) au Vietnam, Raharja et Mranani (2019) en Indonésie.

Cette étude prouve que l'endettement a un effet double, à la fois positif et négatif. À des niveaux d'endettement faibles, son impact sur la performance est positif. Cependant, à des niveaux très élevés de l'endettement, l'impact de ce dernier sur la performance devient négatif. Cette étude confirme les perspectives de la théorie de l'agence qui suppose qu'un endettement élevé réduit les coûts d'agence des fonds propres et améliore la performance de l'entreprise en contraignant ou en incitant les dirigeants à agir davantage dans l'intérêt des actionnaires. En effet, la dette sert de dispositif d'engagement pour les dirigeants qui seront suivis de près par les créanciers auxquels ils doivent verser des intérêts fixes, ce qui réduira les libres cash-flows que les dirigeants ont tendance à utiliser pour leurs dépenses discrétionnaires. Un défaut de paiement de ces intérêts expose l'entreprise à un risque de faillite qui entraînera des pertes personnelles pour les dirigeants (perte de salaires, de réputation, d'avantages en nature). Cette situation conduit à l'alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires et la réduction des coûts d'agence des capitaux propres. De l'autre côté, un effet inverse peut se produire. En effet, un niveau d'endettement accru peut générer des coûts d'agence importants de la dette résultants des conflits entre les détenteurs de la dette et les actionnaires, et ce, en raison d'un transfert de risque ou d'un effort réduit pour contrôler le risque, ce qui entraîne des coûts élevés de détresse financière, de faillite ou de liquidation. Ces frais d'agence se traduisent par des frais d'intérêts plus élevés pour indemniser les créanciers pour leurs pertes potentielles.

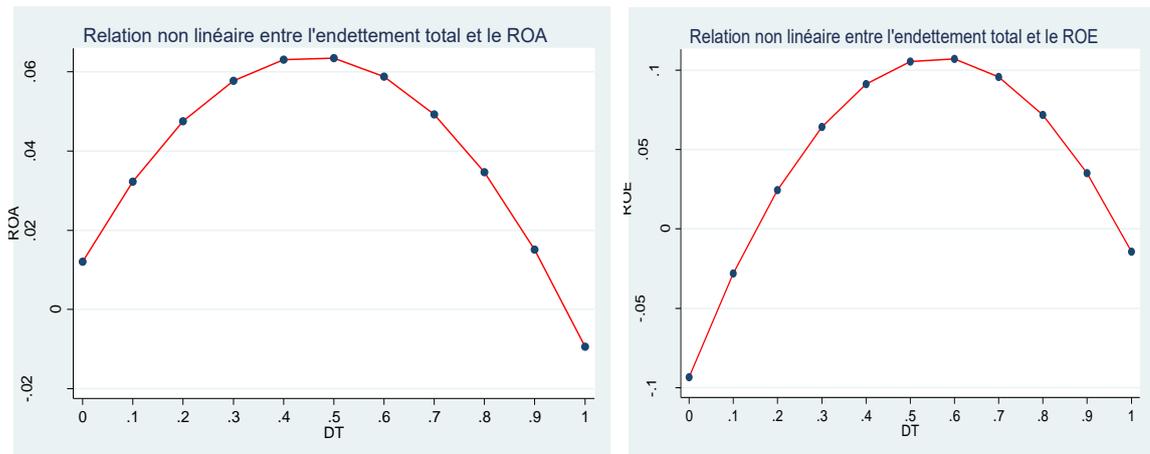
Notre étude soutient l'existence d'un niveau d'endettement optimal comme le propose Jensen et Meckling (1976). Ce dernier correspond à l'instant où les coûts d'agence totaux se trouvent à leur minimum. En effet, À de faibles niveaux d'endettement, les augmentations produiront des incitations positives pour les dirigeants et réduiront les coûts d'agence totaux en réduisant les coûts d'agence de fonds propres. Cependant, à un moment donné où la faillite et la détresse financière deviennent plus probables, les coûts d'agence de la dette dépassent les coûts

d'agence des capitaux propres, de sorte que de nouvelles augmentations de l'endettement entraînent des coûts d'agence totaux plus élevés.

En ce qui concerne la maturité de la dette, les résultats du modèle linéaire et non linéaire (Tableau 4-10 et Tableau 4-14 respectivement) n'ont montré aucune relation significative entre cette dernière et la performance des entreprises algériennes. Ce résultat n'est pas conforme à la majorité des études empiriques sur ce thème, qui ont souvent abouti à des résultats significatifs. Abor (2005) a montré une relation positive de la dette à court terme et une relation négative de la dette à long terme sur le ROE des entreprises ghanéennes. Zeitun et Tian (2007) ont trouvé une relation négative de la dette à court terme et celle à long terme sur les mesures comptables de la performance des entreprises jordaniennes. Vijayakumaran et Vijayakumaran (2019) ont confirmé une relation positive entre la maturité de la dette (dette à long terme divisée par la dette totale) et la performance des entreprises chinoises. Cependant, notre résultat est cohérent avec l'étude de Khan et al. (2021) qui n'a pas abouti à une relation significative entre la dette à long terme et la performance des entreprises pakistanaïses. Nos résultats rejoignent partiellement ceux de l'étude de Nguyen et Nguyen (2020) qui n'a pas abouti à une relation significative entre la maturité de la dette et la performance des entreprises qui ne souffrent pas de contraintes financières. Selon cette étude, l'impact de la dette à long terme sur la performance peut varier selon les niveaux de contraintes financières. Cette étude a confirmé une relation quadratique négative pour les entreprises ayant des contraintes financières. La dette à long terme peut donc améliorer la performance de ces dernières (les entreprises dont la structure de maturité de la dette est inférieure à un certain seuil). En effet, la dette à long terme est associée à des coûts d'agence plus élevés, mais elle est propice à l'élimination du risque de liquidité. Par conséquent, elle peut être utile pour les entreprises ayant des niveaux élevés de contraintes financières, car ces entreprises peuvent être préoccupées, en priorité par le risque de liquidité. Cependant, une structure de maturité de dette plus longue expose ces entreprises à des coûts d'agence plus élevés en raison de leurs niveaux plus élevés d'asymétrie d'information et de détresse financière. Emprunter davantage de dettes à long terme pourrait finalement entraver le fonctionnement de l'entreprise et détruire de la valeur.

Notre étude soutient qu'il n'existe pas une maturité de dette optimale, les dettes à long terme, comme celles à court terme, comportent à la fois des avantages et des inconvénients. Elles peuvent être utilisées pour réduire le risque de liquidation (Diamond, 1991), des coûts d'agence ou de transaction (Myers, 1977), des problèmes de sélection adverse ou des coûts de transaction (Goswami, 2000). Par conséquent, le choix de la maturité de la dette doit être déterminée selon les circonstances, les caractéristiques et les objectifs poursuivis par chaque entreprise.

Figure 4-1 : Effet de l'endettement total sur la performance financière des entreprises algériennes



4.2.2 Impact des caractéristiques du conseil d'administration sur la performance financière

Le second objectif de cette étude était d'examiner l'impact des principales caractéristiques du conseil d'administration, notamment la taille, l'indépendance des administrateurs, la dualité et la diversité (diversité des genres, diversité des nationalités et diversité des âges) sur la performance financière des sociétés algériennes. Dans ce qui suit, nous discutons les principaux résultats obtenus.

4.2.2.1 La taille du conseil d'administration

L'hypothèse H2a prédit une relation positive entre la taille du conseil et la performance financière. Les résultats empiriques du modèle linéaire présentés dans le Tableau 4-10 et du modèle non linéaire présentés dans le Tableau 4-14 n'ont montré aucune relation significative entre la taille du conseil d'administration et la performance financière des entreprises algériennes mesurée par le ROA ou le ROE. Ce résultat est cohérent avec celui de Sehaba et Lahlou (2019) qui n'ont trouvé aucune relation entre la taille du CA et la performance financière de l'entreprise publique algérienne « PMAT » durant la période 2007-2016. Sur le plan international, ce résultat est similaire à celui obtenu par Beiner et al. (2004) sur les entreprises suisses; Bonn et al. (2004) sur les entreprises australiennes; Darko et al. (2016) dans le contexte ghanéen; Detthamrong et al. (2017) en Thaïlande et Shao (2019) dans le contexte chinois.

Notre argument initial était basé sur la théorie de la dépendance envers les ressources qui soutient qu'un conseil d'administration de grande taille permettrait à l'entreprise de sécuriser des ressources critiques. Suivant cette ligne de pensée, nous nous attendions à ce que les conseils algériens bénéficient d'un nombre d'administrateurs important, et nous avons donc émis

l'hypothèse d'une relation positive entre la taille du conseil et la performance de l'entreprise. Néanmoins, nos données ont clairement rejeté cette supposition. Comme nous l'avons constaté, la taille moyenne des conseils d'administration de notre échantillon est d'environ 4.5 membres, ce qui est conforme à l'exigence du code de commerce (12 administrateurs au maximum). Cette valeur est également en dessous de la taille « optimale » de 7 à 8 recommandée par Jensen (1993), et à partir de laquelle des problèmes de coordination peuvent surgir. Par conséquent, nous pourrions soutenir que les avantages des plus grands conseils d'administration provenant de leurs capacités à sécuriser les ressources critiques peuvent être neutraliser par les inconvénients potentiels liés aux problèmes de coordination, de communication et de prise de décision dans les grands conseils.

Ces résultats nous ramènent à conclure que ce n'est pas la taille du conseil, en soi, qui est importante pour la performance de l'entreprise, mais plutôt les compétences et les connaissances apportées par les membres du conseil. En effet, la taille du conseil n'est qu'une mesure du nombre réel d'administrateurs et n'indique pas les tâches et les rôles qu'ils remplissent et ne renseigne pas sur les processus, tels que la dynamique de groupe et les modèles comportementaux, qui pourraient influencer la performance de l'entreprise (Bonn et al., 2004). Par conséquent, il serait préférable que les entreprises choisissent la taille appropriée du conseil d'administration en fonction de leurs particularités.

4.2.2.2 La dualité du dirigeant

L'hypothèse H2b prédit que la dualité du dirigeant a un impact positif sur la performance financière. Les résultats du modèle linéaire (Tableau 4-10) et du modèle non linéaire (Tableau 4-14) n'affichent aucune relation significative entre la dualité du dirigeant et la performance financière des entreprises algériennes mesurée par le ROA ou le ROE, ce qui nous conduit à rejeter l'hypothèse H2b. Nos résultats sont cohérents avec ceux de Merhoun et Benhalima (2020), qui ont confirmé l'absence d'un effet significatif de la dualité du dirigeant sur la performance financière, néanmoins cette étude a été conduite sur les banques algériennes et non pas sur les entreprises non financières. Sur le plan international, nos résultats sont conformes à ceux obtenus par Chen et al. (2008); Daily et Dalton (1992) et Baliga et al. (1996) sur les entreprises américaines; Elsayed (2007) sur les entreprises égyptiennes; Vu et al. (2018) sur les entreprises vietnamiennes; Ofoeda (2017) et Puni et Anlesinya (2020) dans le contexte ghanéen. Néanmoins, nos résultats ne sont pas cohérents avec ceux de Rechner et Dalton (1991); Pi et Timme (1993); Dahya et al. (1996); Judge et al. (2003); Kiel et Nicholson (2003); Bozec (2005); Haniffa et Hudaib (2006); Peng et al. (2007); Rachdi et El Gaied (2009); Duru et al. (2016); Al Farooque et al. (2020) qui ont soutenu la théorie de l'agence et ont confirmé une relation négative entre la dualité du dirigeant et la performance

financière. Nos résultats sont également contradictoires avec les études de Donaldson et Davis (1991); Brickley et al.(1997); Coles et al.(2001); Dey et al. (2011) qui ont confirmé les prédictions de la théorie de l'intendance et ont montré l'existence d'une relation positive.

Bien que la séparation des rôles soit légèrement préférée par les entreprises algériennes (en moyenne, 42.8 % d'entreprises algériennes sont duales), la dualité du dirigeant n'a aucun impact sur la performance financière. Cela pourrait être expliqué par le fait que les conséquences positives de la dualité prédites par la théorie de l'intendance, telles que l'unité du commandement, la réduction de l'ambiguïté notamment en matière des responsabilités, l'élimination des conflits entre le dirigeant et le président du CA et les coûts qui en découlent sont contrebalancées par les effets négatifs suggérés par la théorie de l'agence qui considère que l'accord d'un tel pouvoir au dirigeant pourrait porter atteinte à l'efficacité des mécanismes du contrôle et restreindre l'indépendance du conseil d'administration, ce qui renforcerait les conflits d'intérêts entre le dirigeant et les actionnaires et entraînerait par la suite la détérioration de la performance de l'entreprise.

Notre étude soutient l'hypothèse stipulant qu'il n'existe pas une structure de leadership optimale du conseil d'administration. En effet, la structure optimale est susceptible de varier en fonction des circonstances économiques auxquelles l'entreprise est confrontée (Brickley et al., 1997) et en fonction du secteur d'activité auquel elle appartient (Elsayed, 2007). La dualité peut donc être bénéfique pour certaines entreprises et moins avantageuse pour d'autres.

4.2.2.3 L'indépendance des administrateurs

L'hypothèse H2c se base sur la théorie de l'intendance et prédit que la présence d'administrateurs indépendants au conseil d'administration a un impact négatif sur la performance financière. Les résultats du modèle linéaire (Tableau 4-10) et du modèle non linéaire (Tableau 4-14) n'ont pas montré un lien significatif entre la présence d'administrateurs indépendants et la performance financière des entreprises algériennes mesurée par le ROA ou le ROE, ce qui nous conduit à rejeter l'hypothèse H2c. Nos résultats sont cohérents avec ceux de Merhoun et Benhalima (2020) obtenus sur les banques algériennes durant la période de 2009-2016. Ils sont également conformes à ceux obtenus par d'autres recherches, dans d'autres contextes tels que Haniffa et Hudaib (2006) et Mohd Ghazali (2020) dans le contexte malaisien; Wintoki et al. (2012) aux Etats-Unis; Eulerich et al. (2014) en Allemagne; Azeez (2015) au Sri Lanka; Afrifa et Tauringana (2015) au Royaume-Uni; Vu et al. (2018) au Vietnam; Shao (2019) en Chine. Cependant, le résultat de notre étude n'est pas conforme aux études de Pearce et Zahra (1992); Abor et Biekpe (2007); Choi et al. (2007); Coles et al. (2008); Al Farooque et al. (2020); Puni et Anlesinya (2020), qui ont soutenu les propositions de la théorie de l'agence et celle de la

dépendance envers les ressources et ont montré une relation positive entre la présence des administrateurs indépendants et la performance des entreprises.

L'absence d'effet, obtenue dans notre étude peut être due à la composition de notre échantillon dont le pourcentage moyen d'administrateurs indépendants est de 47.1 %. Ce pourcentage est bien inférieur à celui utilisé dans certaines études qui ont abouti à un effet positif, comme l'étude de Coles et al. (2008) qui a utilisé un échantillon de sociétés américaines dont le pourcentage moyen des administrateurs indépendants est de 78 %.

Notre étude soutient que les avantages apportés par les administrateurs indépendants tels que leurs expertises, indépendance du jugement ainsi que le contrôle strict de la direction peuvent être neutralisés par d'autres inconvénients tels que leur méconnaissance des spécificités de l'entreprise et leur indisponibilité à plein temps. Bien que le modèle quadratique ne montre pas de relation significative, une composition équilibrée entre administrateurs internes et externe semble être plus adéquate car elle permettrait de bénéficier des avantages de ces deux types d'administrateurs.

4.2.2.4 La diversité des genres

L'hypothèse H2d prédit que plus la proportion de femmes est élevée, meilleure est la performance de l'entreprise. Néanmoins, le résultat obtenu ne corrobore pas cette prédiction. Comme nous l'avons déjà vu, les résultats du modèle linéaire (Tableau 4-10) et du modèle non linéaire (Tableau 4-14) n'ont abouti à aucun résultat significatif entre la présence des femmes administrateurs et la performance financière des entreprises algériennes mesurée par le ROA ou le ROE. Nos résultats sont cohérents avec ceux de Carter et al. (2010) dans le contexte américain; Chapple et Humphrey (2014) en Australie; Vu et al. (2018) au Vietnam; Hedija et Němec (2021) en République Tchèque. Ces études ont également montré qu'il n'existe pas de relation significative entre la diversité des genres et la performance.

Cependant, notre étude est contradictoire avec de nombreuses études comme Campbell et Mínguez-Vera (2008); Liu et al. (2014); Post et Byron (2015); Brahma et al. (2021) qui ont soutenu la théorie de l'agence ainsi que la théorie de la dépendance envers les ressources et ont montré une relation positive entre la diversité des genres et la performance des entreprises. Notre étude est également contradictoire avec les études d'Adams et Ferreira (2009); Ahern et Dittmar (2012); Ujunwa (2012); Matsa et Miller (2013); Wellalage et Locke (2013) qui ont confirmé que la diversité des genres entraîne la détérioration de la performance.

La diversité des genres des administrateurs ne semble pas avoir d'effet sur la performance financière des entreprises algériennes. L'importance doit être accordée à la diversité des comportements des administrateurs qui contribue à l'efficacité du processus du conseil plus qu'à la diversité démographique, bien que la diversité comportementale et la diversité démographique puissent être partiellement corrélées dans certaines circonstances (Carter et al., 2010). La nomination des femmes aux conseils d'administration devrait être fondée sur des critères autres que la performance financière de l'entreprise. Notre étude ne soutient pas les initiatives politiques pour l'instauration des quotas exercées dans certains pays, car l'application des quotas permettrait à des femmes plus jeunes et moins expérimentées à rejoindre des conseils d'administration pour la seule raison de satisfaire les exigences réglementaires, ce qui peut nuire à la performance des entreprises (Ahern et Dittmar, 2012).

4.2.2.5 La diversité des nationalités

L'hypothèse H2e prédit que plus la proportion des étrangers au conseil d'administration est élevée, meilleure est la performance de l'entreprise. Les résultats du modèle linéaire (Tableau 4-10) et du modèle non linéaire (Tableau 4-14) ont confirmé l'absence d'une relation significative entre la présence des étrangers et la performance financière des entreprises algériennes mesurée par le ROA ou le ROE, ce qui est contraire à nos attentes a priori. Les résultats de notre étude sont conformes à ceux de Darmadi (2011) dans le contexte indonésien; Engelen et al. (2012) aux Pays-Bas (en période de crises financière) et à Carter et al. (2010), qui se sont focalisés sur la diversité ethnique aux Etats-Unis. Cependant, ce résultat n'est pas cohérent avec les études de Erhardt et al. (2003); Choi et al. (2007); Ujunwa (2012) qui ont confirmé une relation positive entre la diversité des nationalités et la performance.

Notre hypothèse était basée sur les perspectives de la théorie de l'agence qui suppose que les administrateurs étrangers apportent plus d'indépendance et d'objectivité au conseil d'administration et assurent donc un meilleur contrôle du dirigeant. Elle était également inspirée de la théorie de la dépendance envers les ressources qui suggèrent que ces derniers apportent une expertise internationale particulière qui favorise la créativité et améliore la performance. À partir des résultats obtenus, nous soutenons que la diversité des nationalités apporte des avantages incontournables à la performance de l'entreprise mais, ces avantages sont contrebalancés par les inconvénients qu'elle engendre tels que les problèmes de communication interculturelle et les conflits interpersonnels. À cet égard, la nomination d'administrateurs étrangers au détriment des administrateurs locaux est dénuée de sens. L'importance doit être accordée plutôt aux connaissances et aux expertises qu'ils détiennent mais aussi à leur capacité à remplir vraiment leurs devoirs en mettant en oeuvre leurs expertises pour une prise de décision plus éclairée.

Il est important de signaler que la proportion des administrateurs étrangers dans notre échantillon est relativement faible (12.9 % en moyenne). Cela peut être la raison de l'impact non significatif obtenu. D'autres études sur des échantillon plus diversifiés ont trouvé des résultats différents. Sbai et Meghouar (2017), par exemple, ont utilisé un échantillon de banques commerciales marocaines ayant une proportion moyenne d'étrangers plus élevée (33.34 %) et ont abouti à un impact négatif et significatif de la diversité des nationalités sur la performance.

4.2.2.6 La diversité des âges

L'hypothèse H2f prédit que la diversité des âges au sein du conseil d'administration est positivement liée à la performance de l'entreprise. Les résultats du modèle linéaire (Tableau 4-10) et du modèle non linéaire (Tableau 4-14) n'ont affiché aucune relation significative entre la diversité des âges et la performance financière des entreprises algériennes mesurée par le ROA ou le ROE. Ceci nous conduit à rejeter l'hypothèse H2f. Nos résultats sont cohérents avec ceux de Darmadi (2011) dans le contexte indonésien; Prior Jonson et al. (2020) sur les entreprises australiennes (en utilisant l'écart type des âges des administrateurs comme mesure de la diversité des âges). Cependant, nos résultats sont contradictoires avec ceux de nombreuses recherches telles que Kim et Lim (2010); Mahadeo et al. (2012) qui ont abouti à une relation positive et les études de Hafsi et Turgut (2013); Talavera et al. (2018) qui ont confirmé une relation négative.

Ce résultat peut être expliqué par le fait que les avantages qu'offre la diversité des âges tels que les synergies qui peuvent y avoir entre les différentes générations et qui apportent au conseil plus de compétences et d'expériences telle que le suggère la théorie de la dépendance envers les ressources sont contrebalancés par les inconvénients occasionnés, et qui reviennent principalement à la diminution de la cohésion dans le conseil d'administration à cause des difficultés de communication et des conflits d'intégration sociale entre les différentes générations qui peuvent prolonger le processus de prise de décision et affaiblir l'efficacité du conseil (Hafsi & Turgut (2013).

Sur le plan pratique, la diversité des âges moyenne au sein des conseils d'administration de notre échantillon est relativement faible, elle représente que 13 %. Le coefficient de variation utilisé comme mesure de la diversité des âges, varie entre un minimum de 0.8 % et un maximum de 30 %. Cela signifie que notre échantillon n'est pas vraiment diversifié en termes d'âge. Le résultat non significatif obtenu dans cette étude peut être dû en partie à la variation limitée des âges. D'autres recherches avec des échantillons présentant plus de variations des âges au sein du conseil d'administration peuvent aboutir probablement à des résultats différents.

4.2.3 Impact des caractéristiques du conseil d'administration sur la structure du capital

4.2.3.1 La taille du conseil d'administration

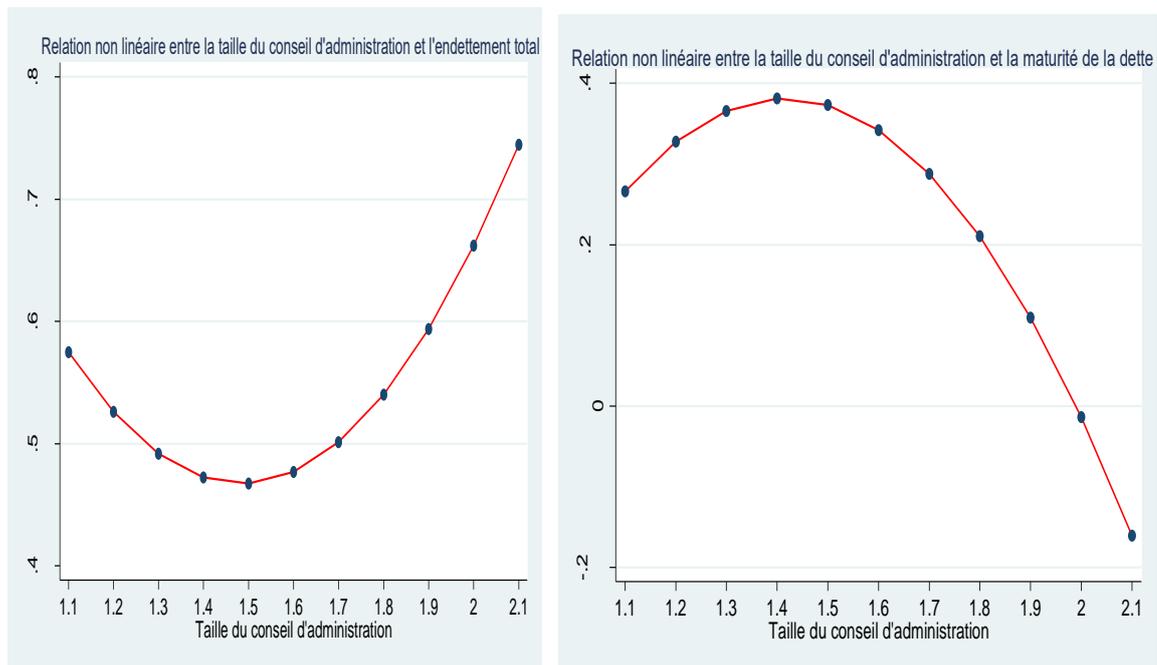
L'hypothèse H3a prédit une relation positive entre la taille du conseil d'administration et la structure du capital. Cette hypothèse est basée sur l'argument de la théorie de la dépendance envers les ressources qui suppose qu'un grand conseil d'administration apporte à l'entreprise plus de ressources et un large réseau facilitant l'accès à des sources de financement à moindre coût. Cependant, les résultats empiriques ont abouti à des conclusions différentes. L'hypothèse H3a est donc rejetée. En effet, le modèle linéaire présenté dans le Tableau 4-11 a montré une relation négative et significative au seuil de 10 % entre la taille du conseil d'administration et le niveau de l'endettement total des entreprises algériennes. Ce résultat est similaire à celui d'Abor et Biekpe (2007) sur les entreprises ghanéennes; Dimitropoulos (2014) dans le contexte européen et Sewpersadh (2019) en Afrique de sud, qui ont également abouti à une influence négative de la taille du conseil sur l'endettement total en utilisant le modèle linéaire. L'utilisation du modèle non linéaire présenté dans le Tableau 4-15 a confirmé le résultat du modèle linéaire mais, il a également montré une relation quadratique positive et significative au seuil de 10 % entre la taille et l'endettement, ce qui signifie que la relation entre l'endettement total et la taille du conseil d'administration est sous forme de U. L'endettement total diminue donc avec l'augmentation de la taille du conseil d'administration jusqu'au seuil de 4.39 administrateurs, après il augmente. Ce résultat peut être expliqué par le fait que les conseils d'administration de petite taille préfèrent moins de dette, car ils perçoivent que la dette augmente le risque associé à l'entreprise. Ils exercent donc un contrôle strict sur le dirigeant afin qu'il opte pour un endettement faible. Lorsque la taille devient plus grande, des problèmes de communication et de coordination entre les membres apparaissent et entraînent un affaiblissement des mécanismes de contrôle du dirigeant, ce qui conduit à un niveau d'endettement élevé notamment à court terme pour compenser la défaillance dans le contrôle du dirigeant.

En ce qui concerne la maturité de la dette, les résultats sont similaires, le modèle linéaire présenté dans le Tableau 4-11 a montré une relation négative et significative au seuil de 10 % entre la taille du conseil d'administration et la maturité de la dette. Ce résultat est contradictoire avec celui de Maurice et al. (2015) sur les entreprises françaises et García et Herrero (2021) sur les entreprises européennes, qui n'ont trouvé aucune relation significative entre la taille du conseil et la maturité de la dette. Cependant, le modèle non linéaire présenté dans le Tableau 4-15 a confirmé une relation linéaire positive et une relation quadratique négative et significative au seuil de 5 % entre la taille et la maturité de la dette, ce qui signifie que cette relation est sous forme de U inversé.

La maturité de la dette augmente donc avec l'augmentation de la taille du conseil d'administration jusqu'au seuil de 4.1 administrateurs, après elle diminue.

Les résultats concernant la maturité de la dette rejoignent ceux eu dans l'analyse de l'endettement total, car ils montrent que lorsque la taille du conseil est importante, la dette à court terme est privilégiée par rapport à la dette à long terme car elle est utilisée comme un moyen de contrôle du dirigeant afin de compenser les problèmes de coordinations entre les administrateurs.

Figure 4-2 : Effet de la taille du conseil d'administration sur la structure du capital des entreprises algériennes



4.2.3.2 La dualité du dirigeant

L'hypothèse H3b prédit une relation positive entre la dualité du dirigeant et la structure du capital. Les résultats empiriques du modèle linéaire présentés dans le Tableau 4-11 et du modèle non linéaire présentés dans le Tableau 4-15 n'ont montré aucune relation significative entre la dualité du dirigeant et le niveau de l'endettement total des entreprises algériennes. L'hypothèse H3b est donc rejetée. Ce résultat est similaire à celui de Bokpin et Arko (2009); Sheikh et Wang (2012); Ahmadpour et al. (2012); Abobakr et Elgiziry (2015); Purag et al. (2016); Detthamrong et al. (2017); García et Herrero (2021); Thakolwiroj et Sithipolvanichgul (2021), qui n'ont également pas trouvé de relation significative entre la dualité du dirigeant et le niveau de l'endettement total. Les mêmes résultats ont été obtenus pour la maturité de la dette, ce qui est cohérent avec les études de Maurice et al. (2015) sur les entreprises françaises; Li et Zhang (2019) sur les entreprises américaines; García et Herrero (2021) sur les entreprises européennes. Nos résultats ne confirment pas l'hypothèse suggérant que la dualité du dirigeant entraîne des niveaux d'endettement plus

élevés et une maturité plus courte de la dette qui serait utiliser comme un moyen pour renforcer la surveillance sur le dirigeant et pour compenser l'indépendance réduite du conseil d'administration. Il semble que le choix d'une structure duale ou non duale du conseil n'est pas un élément déterminant de la politique de l'endettement des entreprises algériennes.

4.2.3.3 L'indépendance des administrateurs

L'hypothèse H3c prédit une relation positive entre la présence d'administrateurs indépendants et la structure du capital. Cependant, les résultats empiriques ne corroborent pas cette hypothèse. En effet, les résultats du modèle linéaire présentés dans le Tableau 4-11 et du modèle non linéaire présentés dans le Tableau 4-15 n'ont pas montré de relation significative entre les administrateurs indépendants et l'endettement total. Ce résultat est conforme aux études de Hermassi et al. (2015); Abobakr et Elgiziry (2015); Detthamrong et al. (2017); Sewpersadh (2019). Le même résultat a été obtenu en utilisant la maturité de la dette comme mesure de la structure du capital, ce qui est cohérent avec les résultats de Maurice et al. (2015) et García et Herrero (2021). Par conséquent, nos résultats ne soutiennent pas l'argument stipulant que la présence importante des administrateurs indépendants permet d'accéder aux sources de financements à moindre coûts grâce à la réduction des asymétries d'information et au renforcement de la confiance des investisseurs.

4.2.3.4 La diversité des genres

L'hypothèse H3d prédit une relation positive entre la présence des femmes au conseil et la structure du capital. Les résultats empiriques du modèle linéaire présentés dans le Tableau 4-11 et du modèle non linéaire présentés dans le Tableau 4-15 n'ont pas montré de relation significative entre la diversité des genres et la structure du capital des entreprises algériennes (le niveau de l'endettement total et la maturité de la dette). L'hypothèse H3a est donc rejetée. Ce résultat est similaires à celui de Detthamrong et al. (2017) et Thakolwiroj et Sithipolvanichgul (2021) sur les entreprises thaïlandaises; Sani et al. (2020) sur les entreprises nigériennes, qui n'ont abouti à aucune relation significative entre la diversité du genre et le niveau de l'endettement.

Les conclusions de cette étude en matière de la maturité de la dette sont similaires à celles de l'endettement total. Il n'existe donc pas une relation significative entre la présence de femmes administrateurs et la maturité de la dette. Ce résultat est contradictoires avec la majorité des études empiriques telles que Maurice et al. (2015) sur les entreprises françaises; Li et Zhang (2019) sur les entreprises américaines; La Rocca et al. (2020) et García et Herrero (2021) sur les entreprises européennes. Ces études supposent que les femmes sont plus susceptibles d'utiliser la dette à court terme comme un mécanisme de contrôle des dirigeants. L'argument de base de ces études est que

les femmes sont moins confiantes et plus averse au risque par rapport aux hommes, la raison pour laquelle elles exercent un contrôle strict à travers la dette à court terme.

Il semble que la diversité des genres au conseil d'administration n'exerce aucune influence sur la politique de l'endettement. Nous recommandons que la nomination des femmes administrateurs soit basée sur d'autres critères autres que leur facilité à apporter des sources de financement.

4.2.3.5 La diversité des nationalités

L'hypothèse H3e prédit une relation positive entre la présence des étrangers au conseil d'administration et la structure du capital. Les résultats empiriques du modèle linéaire présentés dans le Tableau 4-11 et du modèle non linéaire présentés dans le Tableau 4-15 ont montré une relation négative mais non significative entre la diversité des nationalités et l'endettement total. Cependant, la maturité de la dette a montré une relation négative et significative au seuil de 5 %. L'hypothèse H3a est donc rejetée.

Ce résultat montre que les entreprises avec des proportions plus élevées d'administrateurs étrangers ont tendance à avoir des niveaux d'endettement plus faibles notamment à long terme. Cette conclusion peut être expliquée par le fait que les administrateurs internationaux contribuent à l'amélioration de la qualité des informations financières divulguées, ce qui renforce la confiance des investisseurs externes et les aide à effectuer des évaluations plus précises (Yousef et al., 2020). Cette réduction des niveaux d'asymétrie d'information entre les dirigeants et les investisseurs, réduit les coûts associés au recours à des sources de financement plus risquées. Ce résultat est donc conforme aux prédictions de la théorie du financement hiérarchique qui postule que les niveaux d'asymétrie plus faibles entre l'entreprise et le marché réduit le coût d'émission de capitaux propres. Par conséquent, les entreprises avec des niveaux élevés de divulgation d'informations devraient s'appuyer davantage sur les capitaux propres externes et moins sur la dette.

Cependant, l'argument le plus cohérent avec notre contexte de recherche qui se caractérise par un marché financier inactif, est que la présence d'administrateurs étrangers renforce les mécanismes de contrôle à travers le recours à la dette à court terme. Dans la mesure où les dirigeants enracinés préfèrent le financement avec la dette à long terme pour éviter le risque de liquidation. Par conséquent, la diversité des nationalités au conseil d'administration constitue un véritable moyen de surveillance des dirigeants.

4.2.3.6 La diversité des âges

L'hypothèse H3f prédit une relation positive entre la diversité des âges au conseil et la structure du capital. Les résultats empiriques du modèle linéaire présentés dans le Tableau 4-11 et du modèle non linéaire présentés dans le Tableau 4-15 n'ont montré aucune relation significative entre la diversité des âges et l'endettement total. Les mêmes résultats ont été obtenus pour la maturité de la dette. L'hypothèse H3f est donc rejetée.

Notre argument initial était basé sur les suggestions de la théorie de la dépendance envers les ressources qui suppose que la diversité des âges crée des synergies entre les différentes générations et apporte à l'entreprises des compétences diversifiées. Selon cette théorie, les administrateurs âgés apportent une plus grande expérience, et un large réseau de connaissances, et les jeunes administrateurs apportent plus d'énergie et moins d'aversion au risque dans la prise de décision. L'ensemble de ces ressources cumulées par l'entreprise permet de faciliter l'accès aux différentes sources de financement. Cependant, les résultats de cette étude montrent que la diversité des âges n'exerce aucune influence sur la politique de l'endettement. Ce résultat est contradictoire avec l'étude de Nisiyama et Nakamura (2018), qui a utilisé un indice de diversité large contenant plusieurs indicateurs de diversité y compris le coefficient de variation de l'âge des administrateurs, et a confirmé que la diversité des conseils d'administration est positivement liée à l'endettement des entreprises brésiliennes.

4.2.4 Impact des spécificités de l'entreprise sur la structure du capital et la performance financière

4.2.4.1.1 La taille de l'entreprise

Les résultats empiriques de notre étude (Tableau 4-11 pour le modèle linéaire) ont montré une relation positive et statistiquement significative entre la taille de l'entreprise et l'endettement total. Le modèle non linéaire (Tableau 4-15) a également confirmé une relation positive mais non significative (significative uniquement pour l'estimateur à effets fixes). Ce résultat est conforme aux prédictions de la théorie du compromis et la théorie du signal qui supposent que les entreprises de grande taille sont généralement plus diversifiées et ont un risque de faillite faible et des coûts de détresse financière limités. Les prêteurs sont plus disposés à prêter aux grandes entreprises parce que ces entreprises sont perçues comme présentant des niveaux de risque plus faibles. D'un autre côté, les petites entreprises peuvent trouver qu'il est relativement plus coûteux de résoudre les asymétries d'information avec les prêteurs et peuvent donc présenter des ratios d'endettement plus faibles. Quant à la relation entre la taille de l'entreprise et la maturité de la dette, les résultats de cette étude n'ont pas montré de relation significative.

En ce qui concerne la relation entre la taille de l'entreprise et la performance financière (Tableau 4-10 et Tableau 4-14 pour les modèles linéaire et non linéaire respectivement). Les résultats de cette étude n'ont pas montré de relation significative. Ce résultat est cohérent avec les études de Vo et Phan (2013) sur les entreprises vietnamiennes; Nguyen et al. (2014) sur les entreprises singapouriennes; Chandra et Udhayakumar (2018) sur les entreprises indiennes; Chen (2019) et Vijayakumaran et Vijayakumaran (2019) dans le contexte chinois. Cependant, ce résultat est contradictoire avec la majorité des études empiriques qui ont prouvé un impact significatif et généralement positif de la taille de l'entreprise sur la performance. Ce résultat peut être justifié par le fait qu'une grande taille apporte à l'entreprise des avantages tels que les économies d'échelle (Majumdar & Chhibber, 1999), un faible risque de faillite, et des coûts de transactions et d'information limités (Adair & Adaskou, 2011). Cependant, ces avantages peuvent être contrebalancés par certains inconvénients tels que les problèmes de coordination et de communication (Williamson, 1967).

4.2.4.1.2 L'âge de l'entreprise

Les résultats empiriques de cette étude (Tableau 4-11 et Tableau 4-15 pour les modèles linéaire et non linéaire respectivement) n'ont montré aucune relation significative entre l'âge de l'entreprise et l'endettement total ou la maturité de la dette. Ce résultat est cohérent avec l'étude de Séverin (2012), qui justifie l'absence de relation significative entre l'âge de l'entreprise et la maturité de la dette par la dynamique liée à l'âge de l'entreprise qui peut être non linéaire. Cependant, Ce résultat ne soutient pas les prédictions de la théorie du compromis et la théorie du signal qui supposent que les entreprises les plus âgées jouissent d'une meilleure réputation et d'une plus grande expérience qui leur permet de réduire les asymétries d'information grâce au signal positif sur la bonne qualité des investissements potentiels. Nos résultats ne sont également pas cohérents avec la théorie du financement hiérarchique qui suppose que les jeunes entreprises sont obligées de s'endetter pour accumuler les ressources nécessaires à leur activité. Ces dernières présentent donc des ratios d'endettement plus élevés que les entreprises plus âgées qui réalisent plus de bénéfices et financent leurs opérations en utilisant les sources internes accumulées au fil du temps.

Les résultats empiriques sur la relation entre l'âge de l'entreprise et sa performance (ROA et ROE) n'ont également pas abouti à des résultats significatifs (Tableau 4-10 et Tableau 4-14 pour les modèles linéaire et non linéaire respectivement). Ce résultat est cohérent avec celui de Vo et Phan (2013) sur les entreprises vietnamiennes; Azeez (2015) sur la performance des entreprises sri lankaises (ROA et ROE); Almoneef et al. (2019) sur les mesures comptables de la performance des banques saoudiennes; Chandra et Udhayakumar (2018) dans le contexte indien et Kiptoo et al.

(2021) au Kenya. Cependant, nos résultats contredisent la littérature antérieure qui a souvent abouti à des résultats significatifs, soit positifs ou négatifs tels que Detthamrong et al. (2017); Alsahafi (2017); Nguyen et al. (2014) qui ont montré une relation négative ou Kabir et Thai (2017) qui ont confirmé une relation positive. Notre étude soutient que l'âge de l'entreprise algérienne n'est pas en mesure d'expliquer sa performance financière.

4.2.4.1.3 La nature de propriété

Les résultats empiriques de cette étude (Tableau 4-11 et Tableau 4-15) n'ont montré aucune relation significative entre la propriété familiale et l'endettement total. Ce résultat est cohérent avec les études de Anderson et Reeb (2003b) aux États-Unis et Haider et al. (2021) dans le contexte asiatique. Les mêmes résultats ont été obtenus pour la maturité de la dette. Il semble qu'il n'existe aucune différence entre la structure du capital des entreprises familiales et non familiales. Néanmoins, ce résultat n'est pas conforme aux études de Mishra et McConaughy (1999) dans le contexte américain; Margaritis et Psillaki (2010) en France; Ampenberger et al. (2011) en Allemagne, qui ont soutenu que les entreprises familiales sont moins endettées que celles non familiales. Il n'est également pas conforme aux études de King et Santor (2008) dans le contexte canadien; Setia-Atmaja et al. (2009) en Australie; Mulyani et al. (2016) en Indonésie, qui considèrent que les entreprises familiales sont plus endettées que leurs homologues non familiales. Cela revient probablement aux particularités du cadre juridique et institutionnel algérien. En effet, certaines études telles que Ampenberger et al. (2011) ont montré que la relation entre la propriété familiale et la structure du capital est modérée par l'environnement institutionnel.

En ce qui concerne la relation entre la propriété familiale et la performance financière, les résultats de cette étude (Tableau 4-10 et Tableau 4-14 pour les modèles linéaire et non linéaire respectivement) n'ont montré aucune relation significative entre la propriété familiale et la performance financière des entreprises algériennes. Ce résultat est similaire à celui de Filatotchev et al (2005) dans le contexte taïwanais et Miller et al. (2007) aux États-Unis. Cependant, nos conclusions ne sont pas conformes à la majorité des études empiriques telles que Barontini et Caprio (2006) dans le contexte européen; Chu (2011) et Kao et al (2019) au Taïwan, qui ont confirmé une relation positive, ou celles de Choi et al (2007) dans le contexte coréen et Gupta et Nashier (2017) en Inde, qui ont montré une relation négative. Ce résultat peut être expliqué par l'absence de consensus sur la définition de l'entreprise familiale. Selon Miller et al. (2007), la performance de l'entreprise varie considérablement selon la définition de l'entreprise familiale choisie, ainsi que la nature de l'échantillon examiné. Certaines études distinguent entre les entreprises familiales, dirigées ou non dirigées par la famille et celles dirigées par le fondateur ou les héritiers, ce qui rend les résultats difficilement comparables.

4.2.4.1.4 Les garanties

Les résultats empiriques de cette étude (Tableau 4-11 et Tableau 4-15) n'ont montré aucune relation significative entre les garanties et l'endettement total. Ce résultat est cohérent avec celui de Tongkong (2012) et Detthamrong et al. (2017) en Thaïlande; Hermassi et al. (2015) au Canada; Le et Tannous (2017) au Vietnam; Belkacemi (2019) sur les entreprises algériennes; García et Herrero (2021) dans le contexte européen. Néanmoins, ce résultat ne soutient pas les suppositions de la majorité des théories de la structure du capital telles que la théorie du financement hiérarchique, qui suppose que les garanties et l'endettement sont négativement liés, car les entreprises ayant des actifs corporels importants présentent une faible asymétrie d'information, de sorte qu'une émission de capitaux propres serait moins coûteuse (Myers et Majluf, 1984). Ce résultat ne soutient pas également la théorie du compromis et la théorie de l'agence qui s'accordent sur une relation positive entre les garanties et le niveau de l'endettement car les immobilisations corporelles peuvent être utilisées comme garanties lors de la demande des emprunts. De plus, ces garanties permettent d'atténuer les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les créanciers et minimisent les coûts de faillite et le risque de crédit (Dasilas & Papasyriopoulos, 2015). Les résultats concernant la relation entre les garanties et la maturité de la dette ont montré une relation positive mais non significative (significative uniquement pour les estimateurs MCO et EF). Ce résultat peut être expliqué par le fait que les actifs immobilisés servent comme garanties pour contracter des emprunts à long terme, ce qui est largement admis par les banques et notamment algériennes.

En ce qui concerne la relation entre les garanties et la performance financière, les résultats de cette étude (Tableau 4-10 et Tableau 4-14 pour les modèles linéaire et non linéaire respectivement) n'ont montré aucune relation significative entre les garanties et la performance financière des entreprises algériennes. Ce résultat est cohérent avec celui de Singh et Bagga (2019) en Inde. Cependant, ce résultat n'est pas conforme à la majorité des études empiriques qui ont trouvé des relations significatives, soit positive telles que Majumdar et Chhibber (1999); Margaritis et Psillaki (2007) ou négative comme Rao et al. (2007); Zeitun et Tian (2007); Weill (2008); Nunes et al. (2009); Kebewar (2012); Vătavu (2015). Il semble que les garanties ne constituent pas un déterminant de la performance des entreprises algériennes.

4.2.4.1.5 La liquidité

Les résultats empiriques relatifs à la relation entre la liquidité et l'endettement total, ont montré dans le cadre du modèle linéaire (Tableau 4-11), une relation négative et significative au seuil de 10 %. Le modèle non linéaire a également révélé une relation négative mais non significative (significative au seuil de 1 % dans le cas des estimateurs MCO et EF). Ce résultat est

conforme aux études de Harris et Raviv (1990); Eriotis et al. (2007); Najjar et Petrov (2011); Sani et al. (2020), qui ont soutenu la théorie du financement hiérarchique et ont confirmé empiriquement cette relation négative entre l'endettement et la liquidité. Selon cette théorie, l'entreprise qui dispose d'une liquidité élevée, préférera dans un premier temps de s'autofinancer. Par conséquent, son recours à l'endettement sera faible. Quant à la maturité de la dette, les résultats sont inverses, le modèle linéaire (Tableau 4-11) a montré une relation positive et significative au seuil de 10 % entre la liquidité et la maturité de la dette. Le modèle non linéaire a également révélé une relation positive mais non significative (significative au seuil de 1 % dans le cas des estimateurs MCO et EF). Ce résultat est cohérent avec l'étude de García et Herrero (2021) sur les entreprises européennes.

En ce qui concerne la relation entre la liquidité et la performance financière, les résultats n'ont pas montré une relation significative (Tableau 4-10 et Tableau 4-14 pour les modèles linéaire et non linéaire respectivement). Ce résultat est conforme aux études de Singh et Bagga (2019) dans le contexte indien et Khan et al. (2021) au Pakistan. Cependant, ce résultat est contradictoire avec les études de Padachi (2006); Vishnani et Shah (2007); Le et Phan (2017), qui ont confirmé une relation positive entre la liquidité et la performance de l'entreprise. Cette étude ne soutient pas l'argument qui considère la liquidité comme un signal de la performance et des perspectives d'une entreprise.

4.2.4.1.6 Les opportunités de croissance

Les résultats empiriques de cette étude (Tableau 4-11 et Tableau 4-15 pour les modèles linéaire et non linéaire respectivement) ont montré une relation positive entre les opportunités de croissance et l'endettement total. Cette relation n'est pas statistiquement significative dans le modèle linéaire (significative pour les estimateurs MCO et EF), mais elle l'est dans le modèle non linéaire. Ce résultat est conforme aux études de Michaelas et al. (1999) au Royaume-Uni; Mursalim et al. (2017) sur les entreprises indonésiennes, malaisiennes et thaïlandaises; Belkacemi (2019) sur les entreprises algériennes; Thakolwiroj et Sithipolvanichgul (2021) sur les entreprises thaïlandaises; García et Herrero (2021) dans le contexte européen. Ces études ont soutenu les prédictions de la théorie du financement hiérarchique qui supposent que les opportunités de croissance sont positivement corrélées avec l'endettement. En effet, en cas de besoin de fonds externes, l'entreprise préférera la dette par rapport aux capitaux propres. Par conséquent, une entreprise à forte croissance qui a besoin de sources externes pour financer ses projets aura tendance à avoir un niveau d'endettement élevé. Les résultats concernant la relation entre les opportunités de croissance et la maturité de la dette n'ont pas abouti à des résultats significatifs. Cela rejoint le résultat de Hall et al. (2000) qui ont confirmé une relation non significative entre

les opportunités de croissance et la dette à long terme et celui de García et Herrero (2021) qui n'ont pas trouvé de lien significatif entre les opportunités de croissance et la maturité de la dette.

En ce qui concerne l'impact des opportunités de croissance sur la performance financière, les résultats empiriques de cette étude (Tableau 4-10 et Tableau 4-14 pour les modèles linéaire et non linéaire respectivement) ont montré une relation positive et significative. Ce résultat est cohérent avec la majorité des études antérieures telles que Abor (2005); Zeitun et Tian (2007); Jiraporn et Liu (2008); Margaritis et Psillaki (2010); Kebewar (2012); Le et Phan (2017); Vijayakumaran et Vijayakumaran (2019). Cela peut être expliqué par le fait que les entreprises ayant des opportunités de croissance élevées sont capables de créer plus de valeur grâce à l'abondance des projets d'investissement qu'elles ont.

4.2.4.1.7 Le secteur d'activité et les variables muettes de l'année

Dans le cadre de cette étude, nous avons pris en compte le secteur d'activité ainsi que les variables muettes de l'année dans toutes les régressions afin de capturer l'hétérogénéité non observée car la négligence de ce type d'hétérogénéité risque de conduire à des estimations biaisées. Cependant, et pour des raisons de brièveté, les résultats ne sont pas rapportés.

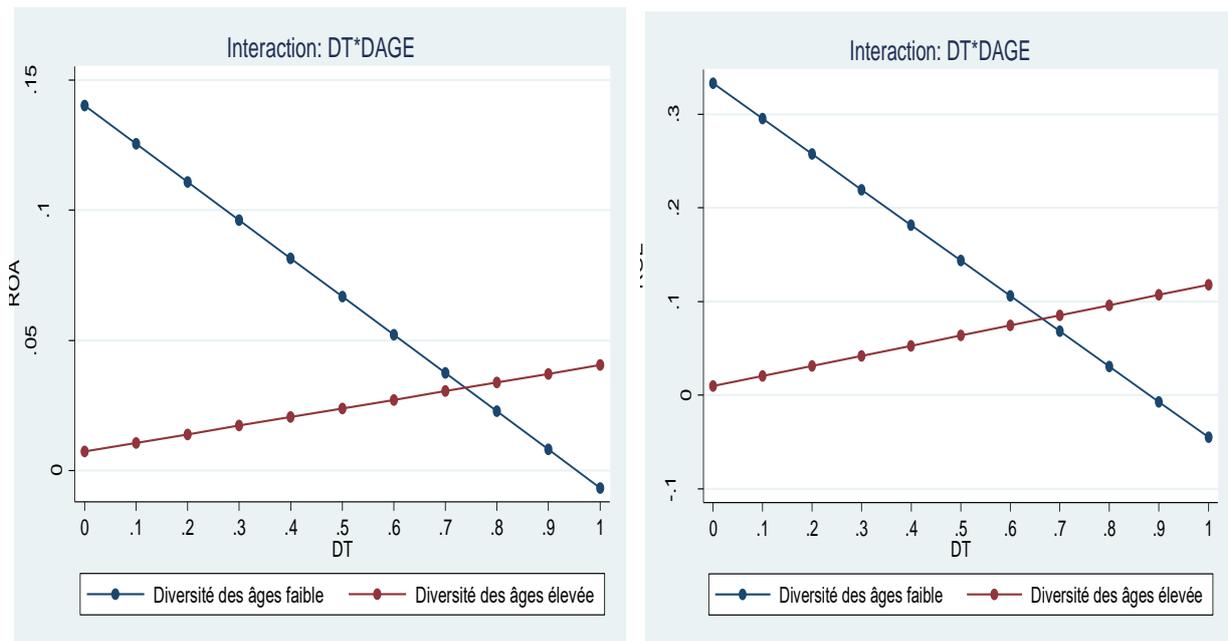
4.2.5 Médiation et/ou modération dans les relations entre la structure du capital, le conseil d'administration et la performance financière

Les deux derniers objectifs de notre recherche étaient de tester l'existence d'une médiation ou d'une modération dans les relations entre la structure du capital, le conseil d'administration et la performance financière comme le montre notre cadre conceptuel (voir la Figure 3-1). Les résultats empiriques ont montré que la structure du capital n'est pas un médiateur de la relation entre les caractéristiques du conseil d'administration et la performance financière des entreprises algériennes (voir le Tableau 4-12). L'hypothèse H4 est donc rejetée. Ce résultat est cohérent avec celui de Detthamrong et al. (2017) dans le contexte thaïlandais.

En ce qui concerne l'effet modérateur des caractéristiques du conseil d'administration sur la relation entre la structure du capital et la performance de l'entreprise, les résultats du Tableau 4-13 ont montré une modération positive de la diversité des âges sur la relation entre l'endettement total et la performance financière mesurée par le ROA et le ROE (voir la Figure 4-3). Une diversité des âges élevée change la direction de l'impact de l'endettement sur la performance financière du négatif au positif. Par conséquent, seule l'hypothèse H5f sera acceptée. Cela peut être expliqué par le fait que la diversité des générations au sein du conseil d'administration soit synonyme d'un processus de prise de décisions pertinent et plus confiant, compte tenu de l'expérience et de l'expertise de ses administrateurs et des synergies entre les différentes générations comme le

suggère la théorie de la dépendance envers les ressources. En effet, les administrateurs âgés apportent une plus grande expérience, et un large réseau de connaissances, et les jeunes administrateurs apportent plus d'énergie et moins d'aversion au risque dans la prise de décision. Ce cumul de ressources permet à l'entreprise d'adopter une politique d'investissement optimale et d'obtenir les financements nécessaires à moindre coûts, ce qui conduira à une amélioration de la performance financière.

Figure 4-3 : Effet modérateur de la diversité des âges sur la relation entre l'endettement total et la performance des entreprises algériennes (ROA et ROE)



4.2.6 Synthèse des résultats de l'étude

Après avoir présenté et discuté les résultats obtenus d'une façon détaillée, nous concluons cette section par un tableau récapitulatif des principaux résultats permettant de confirmer ou d'infirmer nos hypothèses de recherche.

Tableau 4-18 : Synthèse des résultats de la recherche

Hypothèse	Libellé de l'hypothèse	Résultat	Validité de l'hypothèse
H1	La structure du capital a un effet négatif sur la performance financière des entreprises algériennes	<ul style="list-style-type: none"> - La relation entre l'endettement et la performance (ROA et ROE) est négative et significative dans le modèle linéaire. - La relation entre l'endettement et la performance est sous forme de U inversé dans le modèle non linéaire. 	Partiellement confirmée

		- Résultats non significatifs pour la relation entre la maturité de la dette et la performance.	
H2a	La taille du conseil d'administration exerce un effet positif sur la performance financière des entreprises algériennes	Résultats non significatifs	Rejetée
H2b	La dualité du dirigeant exerce un effet positif sur la performance financière des entreprises algériennes	Résultats non significatifs	Rejetée
H2c	La présence des administrateurs indépendants influence négativement la performance financière des entreprises algériennes	Résultats non significatifs	Rejetée
H2d	La diversité des genres influence positivement la performance financière des entreprises algériennes	Résultats non significatifs	Rejetée
H2e	La diversité des nationalités influence positivement la performance financière des entreprises algériennes	Résultats non significatifs	Rejetée
H2f	La diversité des âges influence positivement la performance financière des entreprises algériennes	Résultats non significatifs	Rejetée
H3a	La taille du conseil d'administration exerce un effet positif sur la structure du capital des entreprises algériennes	- La relation entre la taille du conseil et la structure du capital (l'endettement total et la maturité de la dette) est négative et significative dans le modèle linéaire. - La relation entre la taille du conseil et la structure du capital est sous forme de U pour l'endettement total et U inversé pour la maturité de la dette dans le modèle non linéaire.	Rejetée
H3b	La dualité du dirigeant exerce un effet positif sur la structure du capital des entreprises algériennes	Résultats non significatifs	Rejetée
H3c	La présence des administrateurs indépendants influence positivement la structure du capital des entreprises algériennes	Résultats non significatifs	Rejetée
H3d	La diversité des genres influence positivement la structure du capital des entreprises algériennes	Résultats non significatifs	Rejetée
H3e	La diversité des nationalités influence positivement la structure du capital des entreprises algériennes	- La relation entre la diversité des nationalités et la maturité de la dette est négative et significative. - Résultats non significatifs pour la relation entre la diversité des nationalités et l'endettement total.	Rejetée
H3f	La diversité des âges influence positivement la structure du capital des entreprises algériennes	Résultats non significatifs	Rejetée
H4a	La structure du capital est un médiateur de la relation entre la taille du conseil d'administration et la performance financière des entreprises algériennes	Résultats non significatifs	Rejetée

H4b	La structure du capital est un médiateur de la relation entre la dualité du dirigeant et la performance financière des entreprises algériennes	Résultats non significatifs	Rejetée
H4c	La structure du capital est un médiateur de la relation entre l'indépendance des administrateurs et la performance financière des entreprises algériennes	Résultats non significatifs	Rejetée
H4d	La structure du capital est un médiateur de la relation entre la diversité des genres et la performance financière des entreprises algériennes	Résultats non significatifs	Rejetée
H4e	La structure du capital est un médiateur de la relation entre la diversité des nationalités et la performance financière des entreprises algériennes	Résultats non significatifs	Rejetée
H4f	La structure du capital est un médiateur de la relation entre la diversité des âges et la performance financière des entreprises algériennes	Résultats non significatifs	Rejetée
H5a	La taille du conseil d'administration est un modérateur de la relation entre la structure du capital et la performance financière des entreprises algériennes	Résultats non significatifs	Rejetée
H5b	La dualité du dirigeant est un modérateur de la relation entre la structure du capital et la performance financière des entreprises algériennes	Résultats non significatifs	Rejetée
H5c	L'indépendance des administrateurs est un modérateur de la relation entre la structure du capital et la performance financière des entreprises algériennes	Résultats non significatifs	Rejetée
H5d	La diversité des genres est un modérateur de la relation entre la structure du capital et la performance financière des entreprises algériennes	Résultats non significatifs	Rejetée
H5e	La diversité des nationalités est un modérateur de la relation entre la structure du capital et la performance financière des entreprises algériennes	Résultats non significatifs	Rejetée
H5f	La diversité des âges est un modérateur de la relation entre la structure du capital et la performance financière des entreprises algériennes	Un effet modérateur positif et intense	Confirmée

Conclusion de la deuxième partie

Cette partie était consacrée à l'analyse empirique des relations entre le conseil d'administration, la structure du capital et la performance financière des entreprises dans un contexte particulier qui est l'Algérie. Pour ce faire, nous avons formulé les hypothèses de recherche et nous avons précisé la posture épistémologique et la méthodologie adoptée, puis nous avons présenté et discuté les résultats obtenus.

Sur le plan méthodologique, cette partie a mis l'accent sur le problème de l'endogénéité qui caractérise la relation entre la gouvernance et la performance des entreprises qui était largement ignoré dans les études précédentes. La présence de l'endogénéité nous a conduit à utiliser l'estimateur GMM en système en deux étapes car ce dernier peut pallier les différentes sources d'endogénéité (l'hétérogénéité non observée, la simultanéité, l'endogénéité dynamique). D'autres estimateurs tels que les MCO, le modèle à effets fixes sont rapportés pour à des fins de comparaisons.

Cette partie a conclu que l'endettement total exerce un impact négatif sur la performance des entreprises algériennes dans le cadre du modèle linéaire. Cependant, le modèle non linéaire a révélé une relation quadratique sous forme de U inversé. Les résultats ont également indiqué que toutes les caractéristiques du conseil d'administration utilisées dans cette recherche n'exercent aucune influence sur la performance financière des entreprises algériennes. Il semble que l'importance doit être accordée aux caractéristiques cognitives des administrateurs ainsi qu'à la dynamique de groupe et les modèles comportementaux plutôt qu'aux caractéristiques démographiques. Quant à l'impact des caractéristiques du conseil d'administration sur la structure du capital, les résultats ont montré que seules la taille du conseil et la diversité des nationalités qui ont affiché des résultats significatifs. Plus précisément, l'ajustement linéaire a indiqué que la taille du conseil d'administration influence négativement la structure du capital (l'endettement total et la maturité de la dette), tandis que l'estimation du modèle non linéaire a confirmé une relation quadratique sous forme de U pour l'endettement total et U inversé pour la maturité de la dette. Pour la diversité des nationalités, les résultats ont montré que cette dernière influence négativement la maturité de la dette mais pas l'endettement total. En ce qui concerne le test de médiation, cette étude a confirmé que la structure du capital n'est pas un médiateur de la relation entre les caractéristiques du conseil d'administration et la performance financière. En revanche, les résultats ont indiqué un effet modérateur positif et intense de la diversité des âges sur la relation entre l'endettement total et la performance financière des entreprises algériennes.

Conclusion générale

« Ce que nous connaissons est peu de chose, ce que nous ignorons est immense »

Pierre-Simon Laplace

Partant du constat de la rareté de la littérature sur la gouvernance et la performance des entreprises dans le contexte algérien, et compte tenu des spécificités qu'il présente (notamment l'absence d'un véritable marché financier), la présente thèse avait pour ambition d'examiner empiriquement les relations entre le conseil d'administration, la structure du capital et la performance financière des entreprises. Il était concrètement question de savoir d'une part si les mécanismes de gouvernance qui sont largement recommandés dans les pays développés sont efficaces dans le contexte algérien, sachant qu'une bonne gouvernance se traduit par une meilleure performance de l'entreprise. D'autre part, il était important d'identifier si l'impact du conseil d'administration sur la performance passe par l'intermédiaire du choix du niveau et la maturité de la dette ou si ce dernier interagit avec la structure du capital pour garantir une meilleure performance de l'entreprise. Pour atteindre cet objectif et contribuer au débat sur cette thématique, nous avons présenté, dans une première partie, un survol de littérature sur le conseil d'administration et la structure du capital complété par une exposition de l'état de la gouvernance et l'environnement financier de l'entreprise algérienne. Cette partie nous a permis de fixer notre cadre conceptuel et de formuler les hypothèses de recherche à vérifier. Étant donné que la gouvernance d'entreprise se rapporte à un certain nombre de facteurs environnementaux, cette étude a adopté un cadre théorique élargi pour tenir compte de ces différents facteurs.

Afin de confronter les propositions de la littérature à la réalité des entreprises algériennes et de vérifier la validité des hypothèses de recherche formulées, nous avons réalisé une étude empirique sur un panel équilibré de 120 entreprises algériennes observées sur la période 2015-2019. Les caractéristiques du conseil d'administration retenues dans cette étude sont la taille, la dualité du dirigeant, l'indépendance des administrateurs, la diversité des genres, la diversité des nationalités et la diversité des âges. Quant à la structure du capital, elle a été mesurée par le taux d'endettement total et la maturité de la dette. En ce qui concerne la performance financière, cette étude s'est limitée aux mesures comptables car la quasi-totalité des entreprises algériennes ne sont pas cotées en bourse. En outre, certaines spécificités des entreprises, telles que la taille, l'âge, la nature de propriété, les garanties, la liquidité, les opportunités de croissance, le secteur d'activité ainsi que les variables muettes de l'année sont utilisés comme variables de contrôle. Cette étude a utilisé l'estimateur GMM en système comme principale technique d'estimation afin de contrôler

le problème de l'endogénéité. D'autres estimateurs tels que le MCO et le modèle à effets fixes ont été utilisés mais uniquement pour des fins de comparaison.

Principaux résultats

L'examen empirique des hypothèses de recherche a révélé des résultats intéressants. Premièrement, en ce qui concerne l'objectif 1, cette étude a montré que l'endettement affecte négativement et significativement la performance des entreprises algériennes, conformément aux prédictions de la théorie du financement hiérarchique. Néanmoins, le recours au modèle non linéaire a confirmé une relation quadratique sous forme de U inversé entre l'endettement total et la performance financière, ce qui confirme plutôt les propositions de la théorie de l'agence qui suppose que le recours à l'endettement réduit les coûts d'agence des fonds propres et améliore la performance de l'entreprise en contraignant ou en incitant les dirigeants à agir davantage dans l'intérêt des actionnaires. En effet, le recours à la dette expose les dirigeants à un contrôle strict par les créanciers, car ces derniers seront dans l'obligation de leur verser des intérêts fixes. Cela réduira les cash-flows disponibles que les dirigeants ont tendance à utiliser pour leurs dépenses discrétionnaires. Un défaut de paiement de ces intérêts entraîne un risque de faillite de l'entreprise et donc des pertes personnelles pour les dirigeants (perte de salaires, de réputation, d'avantages en nature). Cependant, un effet inverse peut se produire en cas de recours excessif à la dette. En effet, un niveau d'endettement accru peut générer des coûts d'agence importants de la dette résultants des conflits entre les créanciers et les actionnaires, et ce, en raison d'un transfert de risque ou d'un effort réduit pour contrôler le risque, ce qui entraînera des coûts élevés de détresse financière ou de liquidation. Ces coûts d'agence se traduisent par des frais d'intérêts plus élevés pour indemniser les créanciers pour leurs pertes potentielles. Cette étude soutient donc l'existence d'un niveau d'endettement optimal qui correspond à l'instant où le total des coûts d'agence se trouve à son minimum. Il est important de signaler que les résultats en matière de la maturité de la dette n'ont montré aucune relation significative entre cette dernière et la performance des entreprises algériennes. Notre étude soutient qu'il n'existe pas une maturité de dette optimale, les dettes à long terme, comme celles à court terme, comporte à la fois des avantages et des inconvénients. Elles peuvent être utilisées pour réduire le risque de liquidation, des coûts d'agence, les problèmes de sélection adverse ou des coûts de transaction. Par conséquent, le choix de la maturité de la dette doit être déterminée selon les circonstances, les caractéristiques et les objectifs poursuivis par chaque entreprise.

Deuxièmement, en ce qui concerne l'objectif (2), cette étude a révélé que toutes les caractéristiques du conseil d'administration utilisées dans cette étude (la taille du conseil, la dualité

du dirigeant, l'indépendance des administrateurs, la diversité des genres, la diversité des nationalités et la diversité des âges) n'ont pas d'impact significatif sur la performance financière des entreprises algériennes. Ces résultats nous amènent à conclure que ce n'est pas la structure et les caractéristiques démographiques du conseil qui sont importantes pour la performance de l'entreprise, mais plutôt les compétences et les connaissances apportées par les administrateurs. En effet, ces mesures n'indiquent pas les tâches et les rôles que remplissent les administrateurs et ne renseignent pas sur la dynamique de groupe et les modèles comportementaux, qui pourraient influencer la performance de l'entreprise. Par conséquent, l'importance doit être accordée à la diversité des comportements des administrateurs qui peut contribuer à l'efficacité du conseil plus qu'à la diversité démographique, bien que la diversité comportementale et la diversité démographique puissent être partiellement corrélées dans certaines circonstances. D'un autre côté, l'absence d'effets significatifs documentée dans cette étude peut trouver son explication dans le fait que certaines caractéristiques du conseil d'administration notamment la diversité apportent des avantages incontournables à la performance de l'entreprise mais, ces avantages sont contrebalancés par les inconvénients qu'elles occasionnent tels que les problèmes de communication interculturelle et les conflits interpersonnels qui entraînent une diminution de la cohésion dans le conseil d'administration.

Troisièmement, quant à l'objectif (3), les résultats ont confirmé une relation négative et significative entre la taille du conseil d'administration et la structure du capital (l'endettement total et la maturité de la dette) dans le cadre du modèle linéaire. Cependant, l'estimation du modèle non linéaire a abouti à une relation quadratique sous forme de U pour l'endettement total et U inversé pour la maturité de la dette. Ce résultat peut être expliqué par le fait que les conseils d'administration de petite taille préfèrent moins de dette, car ils perçoivent que la dette augmente le risque associé à l'entreprise. Par conséquent, ces derniers exercent un contrôle strict sur le dirigeant afin qu'il opte pour un endettement faible. Lorsque la taille devient plus grande, des problèmes de communication et de coordination entre les membres apparaissent et entraînent un affaiblissement des mécanismes de contrôle du dirigeant, ce qui conduit à un niveau d'endettement élevé pour compenser la défaillance dans le contrôle du dirigeant. Les résultats concernant la maturité de la dette rejoignent ceux eu dans l'analyse de l'endettement total, car ils montrent que lorsque la taille du conseil est importante, la dette à court terme est privilégiée par rapport à la dette à long terme car elle est utilisée comme un moyen de contrôle du dirigeant afin de compenser les problèmes de coordinations entre les administrateurs. Les autres caractéristiques du conseil d'administration n'ont montré aucune relation significative avec la structure du capital à l'exception de la diversité des nationalités qui a affiché une relation négative et significative

uniquement avec la maturité de la dette. Il semble que les administrateurs étrangers font appel à la dette à court terme pour discipliner les dirigeants notamment ceux enracinés qui préfèrent le financement avec la dette à long terme pour éviter le risque de liquidation. Par conséquent, la diversité des nationalités au conseil d'administration peut constituer un véritable moyen de surveillance des dirigeants.

Quatrièmement, en ce qui concerne les objectifs (4) et (5), Cette étude a confirmé que la structure du capital n'est pas un médiateur de la relation entre les caractéristiques du conseil d'administration et la performance financière des entreprises algériennes (objectifs (4)). L'intégration de l'interaction statistique entre les caractéristiques du conseil et la structure du capital a confirmé un effet modérateur de la diversité des âges sur la relation entre l'endettement total et la performance financière des entreprises algériennes (objectifs (5)). Cette modération est positive et intense. En d'autres termes, une diversité des âges élevée transforme la direction de la relation entre l'endettement total et la performance financière du négatif au positif. Il semble que la diversité des générations au sein du conseil d'administration améliore le processus de prise de décision grâce aux compétences diversifiés qu'elle apporte ainsi qu'aux synergies entre les différentes générations comme le suggère la théorie de la dépendance envers les ressources. En effet, les administrateurs âgés apportent une plus grande expérience, et un large réseau de connaissances, et les jeunes administrateurs apportent plus d'énergie et moins d'aversion au risque dans la prise de décision. Ce cumul de ressources permet à l'entreprise d'adopter une politique d'investissement optimale et d'obtenir les financements nécessaires à moindre coûts, ce qui conduira à une amélioration de la performance financière.

Contributions de la recherche

Les apports de la présente recherche s'articulent autour de trois plans essentiels : le premier est théorique, le second est de nature méthodologique et enfin le troisième est d'ordre pratique.

Sur le plan théorique

La présente recherche contribue à l'ensemble des connaissances sur la gouvernance et la performance des entreprises. Elle est l'une des premières à examiner conjointement l'impact de deux mécanismes de gouvernance (le conseil d'administration et la structure du capital) sur la performance financière des entreprises dans un contexte géographique et culturel différent de la majorité des études sur ce thème. L'Algérie, un pays en transition caractérisé par l'absence d'un véritable marché financier et par un système bancaire dominé par les banques publiques qui considèrent les entreprises privées comme clients à haut risque et soumises à des aléas

conjuncturels. Cette étude permet de conclure le caractère discriminant du marché financier et de l'environnement institutionnel sur les relations entre le conseil d'administration, l'endettement et la performance des entreprises.

Cette recherche ajoute une nouvelle contribution à la littérature concernant la gouvernance et la performance des entreprises, et ce, en intégrant l'interaction entre les caractéristiques du conseil d'administration et la structure du capital. Les résultats de cette étude confirment que la diversité des âges au sein du conseil exerce une modération positive sur la relation entre la structure du capital et la performance financière. Il est donc indispensable de prendre en compte les relations de modération ou de médiation entre les mécanismes de gouvernance lors de l'analyse de leur impact sur la performance des entreprises.

D'un autre côté, cette recherche fournit des explications théoriques plus larges de la relation entre la gouvernance et la performance des entreprises en adoptant une approche multi-théories, alors que la majorité des études antérieures ont exploré cette relation en utilisant une seule théorie, généralement la théorie de l'agence ou parfois la théorie de l'intendance, ou celle de la dépendance envers les ressources.

Sur le plan méthodologique

Cette étude a pris en considération le problème de l'endogénéité qui caractérise la relation entre la gouvernance et la performance, comme le suggère la littérature récente en la matière, notamment l'étude de Wintoki et al. (2012). Cette étude identifie trois principales sources d'endogénéité dans la relation entre la gouvernance et la performance, à savoir la simultanéité (lorsque les liens de causalité entre la gouvernance d'entreprise et sa performance financière sont déterminées simultanément), l'endogénéité dynamique (lorsque les variables de la gouvernance d'une entreprise sont déterminées en fonction de ses performances financières passées), et l'hétérogénéité inobservée (lorsque le modèle est mal spécifié et que d'autres caractéristiques de l'entreprise non observées qui peuvent avoir un impact direct sur la performance ne sont pas prises en compte). Pour surmonter ce problème qui conduit à des estimations biaisées, nous avons utilisé la méthode GMM en système qui est une méthode robuste pour les trois sources d'endogénéité. En effet, l'estimateur MCO exige l'exogénéité des variables explicatives, tandis que le modèle à effets fixes ne prend en compte que l'hétérogénéité inobservée et il est incapable de tenir en compte les deux autres sources d'endogénéité. Les résultats du MCO et du modèle à effets fixes ont été rapportés, dans cette étude, pour vérifier la bonne spécification de la méthode GMM en système, mais aussi pour comparer les résultats de notre étude avec ceux des études antérieures qui, en majorité n'ont pas pris en compte le problème de l'endogénéité.

Sur le plan pratique

Cette recherche fournit des conclusions intéressantes concernant les relations entre les caractéristiques du conseil d'administration, la structure du capital et la performance financière des entreprises algériennes. Les résultats de cette recherche peuvent être bénéfiques pour divers praticiens tels que les actionnaires, les investisseurs, les autorités de régulation du marché boursier, les décideurs politiques et d'autres acteurs qui s'intéressent à l'amélioration de la gouvernance de l'entreprise algérienne.

Les résultats de cette étude pourraient aider les actionnaires à prendre les décisions les plus appropriées concernant le choix de la structure du capital ainsi que la structure et la composition du conseil d'administration qui contribueront à l'amélioration de la performance de leur entreprise. Cette étude confirme qu'il est souhaitable pour les entreprises algériennes de choisir des niveaux d'endettement relativement faibles et de recourir davantage au financements internes tels que les bénéfices non distribués pour financer leurs investissements. En effet les niveaux faibles d'endettement contribuent à l'amélioration de la performance financière contrairement aux niveaux très élevés qui entraînent une destruction de la valeur de l'entreprise. En ce qui concerne la taille du conseil d'administration, cette étude montre qu'elle n'a pas un impact direct sur la performance financière, mais cette dernière exerce une influence sur la structure du capital qui influence à son tour la performance financière. Une grande taille du conseil d'administration entraîne un niveau d'endettement élevé notamment à court terme pour compenser la défaillance dans le contrôle du dirigeant due aux problèmes de communication et de coordination entre les membres du conseil. Il est donc préférable pour les entreprises algériennes d'avoir des conseils d'administration de petite taille. Quant à la structure du leadership du conseil, cette étude montre que le cumul ou la séparation des postes de président du conseil et de directeur général n'est pas un facteur déterminant de la performance de l'entreprise. Il n'existe donc pas une structure de leadership optimale du conseil d'administration. Les actionnaires doivent prendre en compte les circonstances économiques auxquelles l'entreprise est confrontée afin de déterminer la structure la plus appropriée à l'entreprise. En outre, la nomination des administrateurs ne doit pas être basée sur leur indépendance, genre ou nationalité. D'autres critères tels que l'expérience et la compétence des administrateurs semblent être plus pertinents. Cependant, la diversité des âges constitue un critère intéressant qu'il faut prendre en considération lors de la nomination des administrateurs. Bien que ce critère n'ait pas d'impact direct sur la performance financière, une diversité des âges élevée transforme la relation négative de l'endettement sur la performance à une relation positive.

Ces conclusions pourraient également servir les investisseurs et les créanciers potentiels dans leur processus décisionnel. Ces derniers seront en mesure de prendre des décisions plus éclairées, car cette étude leurs offrent une explication sur les mécanismes de gouvernance d'entreprise garantissant une meilleure performance. En outre, cette étude offre des pistes de réflexion à la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB), qui en tant qu'autorité de régulation du marché boursier, doit connaître l'impact du choix de la politique de financement sur la performance financière et identifier et évaluer les exigences relatives aux pratiques de la gouvernance au sein des conseils d'administration, et ce, afin d'améliorer la confiance des investisseurs et de dynamiser le marché boursier algérien qui est à l'heure actuelle dans un état embryonnaire.

Cette étude pourrait intéresser l'institut algérien de gouvernance d'entreprise, « HAWKAMA EL DJAZAÏR » qui se charge de l'actualisation du code de bonne gouvernance algérien. Ce code n'a pas proposé des recommandations relatives à la structure et à la composition du conseil d'administration. Les résultats de cette étude seront utiles en cas d'actualisation de ce code en intégrant de nouvelles recommandations en la matière. Plusieurs codes de bonne gouvernance internationaux prônent la séparation entre les postes de président du conseil et celui de directeur général ainsi que la présence d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration. Néanmoins, cette recherche illustre que ces pratiques et mécanismes de bonne gouvernance dans plusieurs pays sont inefficaces en Algérie. En effet, les résultats n'ont pas abouti à des relations significatives entre les caractéristiques du conseil d'administration et la performance des entreprises. En revanche, cette étude met en avant l'importance de la diversité du conseil notamment celle des âges dans le changement de la direction de la relation entre la structure du capital et la performance financière des entreprises algériennes du négatif au positif.

Cette étude pourrait être bénéfique pour les décideurs politiques dans leur décision concernant la promotion de la gouvernance des entreprises algériennes. En effet, cette étude soutient l'idée que l'efficacité des mécanismes de gouvernance d'entreprise est influencée par des caractéristiques institutionnelles telles que le système juridique et réglementaire. Par conséquent, les décideurs politiques algériens devraient adopter des réformes permettant d'améliorer l'environnement des affaires algérien en favorisant la divulgation d'informations et la transparence facilitant ainsi la mise en place des bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise. Quant à la question de l'égalité des genres, cette étude ne trouve aucune relation significative entre la diversité des genres et la performance financière des entreprises. Cela signifie qu'il n'est pas pertinent de suivre le modèle des pays développés comme la Norvège et l'Allemagne qui ont fixé des quotas obligatoires des femmes au sein des conseils d'administration. L'instauration d'un système de

quotas dans le contexte algérien devraient promouvoir l'égalité des genres, plutôt que d'améliorer la performance financière des entreprises.

Limites et perspectives de recherche

En dépit des contributions évoquées plus haut, cette étude, comme toute autre recherche en sciences sociales présente certaines limites qu'il convient de souligner. Un bon nombre de ces limites peuvent fournir des suggestions utiles pour des recherches ultérieures.

Premièrement, notre étude se concentre uniquement sur les entreprises privées. Bien que ces dernières constituent la majorité du tissu économique algérien, les entreprises publiques apportent également une contribution importante à l'économie algérienne. Les entreprises financières ne sont également pas prises en compte dans cette étude. L'exclusion de ces types d'entreprises était due aux différences qu'elles présentent en termes de structure du capital et des pratiques de gouvernance d'entreprise. Cette étude représente uniquement le secteur privé, ce qui peut restreindre la généralisation des résultats à l'ensemble des entreprises algériennes. Les recherches futures pourraient compléter notre étude en analysant les entreprises publiques ou les entreprises financières ce qui donnera une vision globale sur cette thématique dans le contexte algérien. Elles pourraient également faire une comparaison entre les entreprises publiques et privées pour déterminer les similitudes et les différences dans les pratiques et les mécanismes de la gouvernance et leur impact sur la performance financière.

Deuxièmement, l'échantillon de cette étude ne comporte que 120 entreprises, ce qui est relativement faible par rapport à d'autres études effectuées dans d'autres contextes notamment anglo-saxons. Cela est dû à l'indisponibilité des données. En effet, la collecte de données dans le contexte algérien est un processus laborieux, qui nécessite un effort et un coût énorme à cause de l'absence de bases de données couvrant les caractéristiques de gouvernance d'entreprises algériennes. Des tentatives ont été faites pour contacter les entreprises de diverses manières (appels, courriers postaux et électroniques, des déplacements sur place pour certaines entreprises) afin de recueillir des informations sur leur conseils d'administration. Cependant, sur 360 entreprises contactées, seulement 120 ont répondu. La plupart des entreprises refusent de répondre en raison du caractère confidentiel qu'elles accordent à ce type d'informations, ce qui nous a empêché d'étendre la taille de notre échantillon. Néanmoins, cette taille est largement suffisante pour l'application des tests statistiques et des techniques d'estimation, ce qui nous garantit que les objectifs de cette recherche ont été atteints. D'un autre côté, notre échantillon est observé sur une durée de cinq ans allant de 2015 à 2019, ce qui est relativement limité. Selon Wintoki et al. (2012), les variables concernant le conseil d'administration sont très persistantes, ce qui réduit la puissance

de tout estimateur. Pour résoudre ce problème et réduire la corrélation sérielle des résidus, cet auteur propose d'utiliser des données d'un intervalle de deux ans (ce qui signifie d'effectuer un échantillonnage chaque deux ans) au lieu de données annuelles. L'adoption d'intervalles de deux ans est impossible dans le cadre de notre étude puisque nous utilisons des données de cinq ans seulement. Par conséquent, les études futures pourraient étendre la période d'étude en utilisant des données annuelles ou des données d'intervalle de deux ans. Quant à la méthode de l'échantillonnage, cette étude fait appel à une méthode non probabiliste. Le recours à cette méthode est justifié par la difficulté d'accès aux données. Cependant, ce type d'échantillonnage présente un inconvénient majeur qui revient à l'interprétation des données à l'aide de modèles statistiques. En effet, les modèles de statistiques inférentielles sont fondés sur la notion d'échantillonnage probabiliste, leur utilisation dans le cadre d'échantillons non probabilistes est problématique.

Troisièmement, cette étude est centrée sur l'analyse de la structure et des caractéristiques démographiques du conseil d'administration qui sont les plus dominantes dans les études antérieures relatives à la gouvernance d'entreprise. Cependant, il existe d'autres caractéristiques du conseil qui peuvent avoir un impact sur la structure du capital et la performance de l'entreprise sur les quelles des études futures pourraient se focaliser. Elles peuvent examiner, par exemple, les caractéristiques cognitives, la rémunération des administrateurs, des variables liées au processus et au fonctionnement du conseil telles que le nombre de réunions, la présence de comités stratégiques au sein du conseil (comité d'audit, de nomination, de rémunération...), et ce, pour avoir une vision plus complète sur les relations entre le conseil d'administration, la structure du capital et la performance financières des entreprises algériennes.

Quatrièmement, cette étude analyse que deux mécanismes de gouvernance qui sont la structure du capital et le conseil d'administration, alors que d'autres mécanismes de gouvernance peuvent avoir des liens directs ou interagir avec ces deux mécanismes et influencer ainsi la performance financière. La structure de propriété, par exemple, est un mécanisme de gouvernance souvent analysé conjointement avec la structure du capital et les caractéristiques du conseil d'administration dans les études antérieures. Cependant, cette étude ne le prend pas en compte. Elle se limite à l'utilisation d'une variable de contrôle binaire pour différencier entre les entreprises familiales et non familiales, alors que les études antérieures accordent une place importante à la concentration de la propriété et aux différents types de l'actionnariat. La non-inclusion de ce mécanisme revient à l'indisponibilité des données à cause de la réticence de la quasi-totalité des entreprises à communiquer des informations sur les parts détenues par les actionnaires et leur nature. Les recherches futures pourraient intégrer la structure de propriété dans l'analyse de la gouvernance et la performance des entreprises en intégrant des variables concernant la

concentration de l'actionnariat, les pourcentages de détention de l'État, des étrangers, des institutionnels et des membres de familles dans le capital des entreprises. Elles pourraient également examiner son interaction avec les autres mécanismes de gouvernance.

Enfin, une partie de cette étude analyse l'impact de la structure et des caractéristiques démographiques du conseil d'administration sur la performance financière sans tenir en compte les actions et les rôles du conseil d'administration qui peuvent avoir un impact sur cette relation. Selon Carter et al. (2010), une telle analyse peut être trop nuancée pour être statistiquement révélée. D'ailleurs, les résultats empiriques de cette étude n'ont pas abouti à aucune relation significative. Les recherches futures pourraient donc relier empiriquement la structure et les caractéristiques démographiques du conseil avec son comportement et ses actions pour aboutir à des résultats concluants. Les mêmes auteurs soutiennent une approche contingente de la gouvernance d'entreprise. Ils soulignent que si, dans certaines conditions, les caractéristiques du conseil d'administration ont un effet positif sur la performance financière et dans d'autres conditions, elles ont un effet négatif, au fil du temps et à travers les entreprises, les résultats peuvent s'annuler sans laisser de résultat mesurable. Les recherches futures pourraient explorer théoriquement et empiriquement une vision contingente des caractéristiques des conseils d'administration. Elles pourraient s'orienter vers des études de cas et des expériences naturelles qui devraient considérablement accroître la compréhension du lien entre le conseil d'administration et la performance financière. D'autres études pourraient également faire appel à des données primaires telles que les entretiens qui pourraient aider à approfondir la compréhension de la gouvernance d'entreprise dans les entreprises algériennes concernant le processus de sélection des membres, les rôles réels et les responsabilités du conseil d'administration.

Bibliographie

- Abobakr, M. G., & Elgiziry, K. (2015). The Effects of Board Characteristics and Ownership Structure on the Corporate Financial Leverage. *Accounting and Finance Research*, 5(1), 1-14. <https://doi.org/10.5430/afr.v5n1p1>
- Abor, J. (2005). The Effect of Capital Structure on Profitability : An Empirical Analysis of Listed Firms in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 6(5), 438-445. <https://doi.org/10.1108/15265940510633505>
- Abor, J. (2007). Corporate Governance and Financing Decisions of Ghanaian Listed Firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 7(1), 83-92. <https://doi.org/10.1108/14720700710727131>
- Abor, J., & Biekpe, N. (2007). Corporate Governance, Ownership Structure and Performance of Smes in Ghana : Implications for Financing Opportunities. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 7(3), 288-300. <https://doi.org/10.1108/14720700710756562>
- Aboura, A., & Chahidi, M. (2017). Le Système Bancaire Algérien : Évolution Historique, Libéralisation du Secteur et Défis de Modernisation. *Journal of economics and management*, 1(2), 1-18.
- Adair, P., & Adaskou, M. (2011). Théories Financières et Endettement des PME en France : Une Analyse en Panel. *Revue internationale P.M.E. Économie et gestion de la petite et moyenne entreprise*, 24(3-4), 137-171. <https://doi.org/10.7202/1013665ar>
- Adams, J., Hayunga, D., Mansi, S., Reeb, D., & Verardi, V. (2019). Identifying and Treating Outliers in Finance. *Financial Management*, 48(2), 345-384. <https://doi.org/10.1111/fima.12269>
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2007). A Theory of Friendly Boards. *The Journal of Finance*, 62(1), 217-250. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01206.x>

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291-309. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>
- Adams, R. B., & Funk, P. (2012). Beyond the Glass Ceiling : Does Gender Matter? *Management Science*, 58(2), 219-235.
- Afrifa, G. A., & Tauringana, V. (2015). Corporate Governance and Performance of UK Listed Small and Medium Enterprises. *Corporate Governance*, 15(5), 719-733. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2015-0029>
- Ahern, K. R., & Dittmar, A. K. (2012). The Changing of the Boards : The Impact on Firm Valuation of Mandated Female Board Representation. *The Quarterly Journal of Economics*, 127(1), 137-197. <https://doi.org/10.1093/qje/qjr049>
- Ahmadpour, A., Samimi, A. J., & Golmohammadi, H. (2012). Corporate Governance and Capital Structure : Evidence from Tehran Stock Exchange. *Middle-East Journal of Scientific Research*, 11(4), 531-535.
- Ahmed, A., Monem, R. M., Delaney, D., & Ng, C. (2017). Gender Diversity in Corporate Boards and Continuous Disclosure : Evidence from Australia. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 13(2), 89-107. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2017.05.004>
- Ahmed Gaid, N. (2015). Corporate Governance Application in Algerian Financial Sector. *International Journal of Research in Business Studies and Management*, 2(11), 142-149.
- Ahmed, I. A. (2019). Capital Structure, Ownership Structure and Corporate Governance of SMEs in Ghana. *Journal of Accounting, Business and Management (JABM)*, 26(01), 45-52. <https://doi.org/10.31966/jabminternational.v26i01.397>
- Aissat Leghima, A., & Assous, N. (2015). Gouvernement et Performance des Entreprises Publiques en Algérie : Vers de Nouvelles Perspectives. *Revue d'Études sur les Institutions et le Développement*, 2(1), 47-65.

- Akeem, L. B., Terer K., E., Kiyanjui, M. W., & Kayode, A. M. (2014). Effects of Capital Structure on Firm's Performance : Empirical Study of Manufacturing Companies in Nigeria. *Journal of Finance and Investment Analysis*, 3(4), 39-57.
- Akerlof, G. A. (1970). The Market for « Lemons » : Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500. JSTOR. <https://doi.org/10.2307/1879431>
- Akroune, Y. (2015). *Le Code de Commerce Algérien Etat des Lieux et Préconisations de Réforme*. Le Forum des chefs d'entreprise (FCE). <http://www.fce.dz/wp-content/uploads/2015/10/code-de-commerce-etat-des-lieux-et-preconisations-de-reforme.pdf>
- Al Farooque, O., Buachoom, W., & Sun, L. (2020). Board, Audit Committee, Ownership and Financial Performance – Emerging Trends from Thailand. *Pacific Accounting Review*, 32(1), 54-81. <https://doi.org/10.1108/PAR-10-2018-0079>
- Albouy, M. (2017). III. Merton H. Miller-Le Raisonnement d'Arbitrage et la Séparation des Décisions d'Investissement et de Financement. In M. Albouy & G. Charreaux, *Les Grands Auteurs en Finance* (2^e éd., p. 106-129). Éditions EMS.
- Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1972). Production, Information Costs, and Economic Organization. *The American Economic Review*, 62(5), 777-795.
- Ali, A. J. (1990). Management Theory in a Transitional Society : The Arab's Experience. *International Studies of Management & Organization*, 20(3), 7-35. <https://doi.org/10.1080/00208825.1990.11656534>
- Ali, M., Ng, Y. L., & Kulik, C. T. (2014). Board Age and Gender Diversity : A Test of Competing Linear and Curvilinear Predictions. *Journal of Business Ethics*, 125(3), 497-512.
- Alipour, M. (2013). An Investigation of the Association Between Ownership Structure and Corporate Performance : Empirical Evidence from Tehran Stock Exchange (tse).

- Management Research Review*, 36(11), 1137-1166. <https://doi.org/10.1108/MRR-08-2012-0188>
- Al-Matari, E. M. (2020). Do Characteristics of the Board of Directors and Top Executives Have an Effect on Corporate Performance Among the Financial Sector? Evidence Using Stock. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(1), 16-43. <https://doi.org/10.1108/CG-11-2018-0358>
- Al-Matari, E. M., Fadzil, F. H. B., & Al-Swidi, A. K. (2014). The Moderating Effect of Board Diversity on the Relationship Between Board of Directors Characteristics and Firm Performance in Oman : Empirical Study. *Middle-East Journal of Scientific Research*, 21(5), 782-791. <https://doi.org/10.5829/idosi.mejsr.2014.21.05.21605>
- Almoneef, A., Associate Professor of Finance, College of Business Administration, King Saud University, & Prasad Samontaray, D. (2019). Corporate Governance and Firm Performance in the Saudi Banking Industry. *Banks and Bank Systems*, 14(1), 147-158. [https://doi.org/10.21511/bbs.14\(1\).2019.13](https://doi.org/10.21511/bbs.14(1).2019.13)
- Alsahafi, A. M. (2017). *Corporate Governance and Firm Performance in Saudi Arabia* [Doctoral Thesis]. Faculty of Business and Law, The University of Newcastle.
- Altman, E. I. (1984). A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question. *The Journal of Finance*, 39(4), 1067-1089. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03893.x>
- Alves, P., Couto, E. B., & Francisco, P. M. (2015). Board of Directors' Composition and Capital Structure. *Research in International Business and Finance*, 35, 1-32. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.03.005>
- Amarouche, K. (2014). Les Déterminants de la Structure du Capital d'un Échantillon d'Entreprises Algériennes : Étude sur Données de Panels. *Revue des Réformes Économique et Intégration dans L'Économie Mondiale*, 8(16), 118-140.

- Ambarita, N. P., Paminto, A., & Ulfah, Y. (2020). Board Of Directors Diversity, Board Of Commissioners And Firm Performance With Capital Structure As Moderating Variables : Evidence From Indonesia. *International Journal of Business and Management Invention (IJBMI)*, 9(10), 31-44. <https://doi.org/DOI: 10.35629/8028-0910033144>
- Amghar, A. M. A., & Boukrif, B. M. B. (2016). La Gouvernance d'Entreprise : Un Concept Ambivalent, Quelle Application pour le Contexte Algérien? *Revue d'Économie et de Management*, 15(2), 1-13.
- Amira, A., & Bacha, S. (2019). La Gouvernance des EPE en Algérie et l'Information Décisionnelle. *Journal des Etudes Économiques Contemporaines*, 4(1), 177-192.
- Ammour, B. (1996). *Le Système Bancaire Algérien, Textes et Réalité*. Éditions Dahlab.
- Ampenberger, M., Schmid, T., Achleitner, A.-K., & Kaserer, C. (2011). Capital Structure Decisions in Family Firms : Empirical Evidence from a Bank-Based Economy. *Review of Managerial Science*, 7(3), 247-275. <https://doi.org/10.1007/s11846-011-0077-2>
- Amraoui, M., Ye, J., Shinta, A. H. H., & Hapzi, A. (2017). The Impact of Capital Structure on Firms Performance in Morocco. *International Journal of Application or Innovation in Engineering & Management (IJAIEM)*, 6(10), 11-16.
- Anderson, C. A., & Anthony, R. N. (1986). *The New Corporate Directors : Insights for Board Members and Executives* (1^{re} éd.). Wiley.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003a). Founding-Family Ownership and Firm Performance : Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), 1301-1328. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00567>
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003b). Founding-Family Ownership, Corporate Diversification, and Firm Leverage. *The Journal of Law & Economics*, 46(2), 653-684. <https://doi.org/10.1086/377115>
- Anderson, R. C., Reeb, D. M., Upadhyay, A., & Zhao, W. (2011). The Economics of Director Heterogeneity. *Financial Management*, 40(1), 5-38.

- Andreff, W. (2009). Réformes, Libéralisation, Privatisation en Algérie : Point de vue d'un Outsider en 1988-1994. *Confluences Méditerranée*, 71(4), 41. <https://doi.org/10.3917/come.071.0041>
- Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, J. W. (2000). Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, 55(1), 81-106. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00201>
- Ararat, M., Aksu, M., & Cetin, A. T. (2015). How Board Diversity Affects Firm Performance in Emerging Markets : Evidence on Channels in Controlled Firms. *Corporate Governance: An International Review*, 23(2), 83-103. <https://doi.org/10.1111/corg.12103>
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some Tests of Specification for Panel Data : Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297. <https://doi.org/10.2307/2297968>
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error-Components Models. *Journal of Econometrics*, 68(1), 29-51. [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(94\)01642-D](https://doi.org/10.1016/0304-4076(94)01642-D)
- Arilyn, E. J., Beny, B., & Kharismar, E. (2019). The Effect of Corporate Governance on Financial Performance in Non-Financial LQ-45 Firms Listed on the Indonesian Stock Exchange from 2012 to 2017. *Accounting and Finance Review*, 4(1), 21-27.
- Armstrong, C. S., Guay, W. R., & Weber, J. P. (2010). The Role of Information and Financial Reporting in Corporate Governance and Debt Contracting. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 179-234. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.001>
- Arora, A., & Bodhanwala, S. (2018). Relationship between Corporate Governance Index and Firm Performance : Indian Evidence. *Global Business Review*, 19(3), 675-689. <https://doi.org/10.1177/0972150917713812>
- Arroudj, H. (2015). *Réforme et Modernisation du Système Bancaire Algérien durant la Période 1990-2010* [Thèse de Doctorat]. Université d'Oran 2, Faculté des Sciences Économiques, Commerciales et des Sciences de Gestion, Algérie.

- Astivia, O. L., & Kroc, E. (2019). Centering in Multiple Regression Does Not Always Reduce Multicollinearity : How to Tell When Your Estimates Will Not Benefit From Centering. *Educational and Psychological Measurement*, 79(5), 813-826. <https://doi.org/10.1177/0013164418817801>
- Avenier, M. (2011). Les Paradigmes Épistémologiques Constructivistes : Post-Modernisme ou Pragmatisme ? *Management & Avenir*, 43(3), 372. <https://doi.org/10.3917/mav.043.0372>
- Azeez, Dr. A. A. (2015). Corporate Governance and Firm Performance : Evidence from Sri Lanka. *Journal of Finance and Bank Management*, 3(1), 180-189. <https://doi.org/10.15640/jfbm.v3n1a16>
- Aziez, L., & Koudri, A. (2015). Le Conseil d'Administration : Un Mécisme Inefficace de la Gouvernance des Entreprises Publiques Économiques (EPE). *Les Cahiers du CREAD*, 31(113), 57-89.
- Baba-Ahmed, M. (2007). Le Secteur Financier en Algérie : Une Réforme Inachevée. *Finance & Bien Commun*, 28-29(3), 130-138. <https://doi.org/10.3917/fbc.028.0130>
- Bajagai, R. K., Keshari, R. K., Bhetwal, P., Sah, R. S., & Jha, R. N. (2019). Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Nepalese Listed Companies. In Rajagopal & R. Behl (Éds.), *Business Governance and Society : Analyzing Shifts, Conflicts, and Challenges* (p. 399-419). Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-319-94613-9_22
- Baliga, B. R., Moyer, R. C., & Rao, R. S. (1996). CEO Duality and Firm Performance : What's the Fuss? *Strategic Management Journal*, 17(1), 41-53. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199601\)17:1<41::AID-SMJ784>3.0.CO;2-#](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199601)17:1<41::AID-SMJ784>3.0.CO;2-#)
- Bammens, Y., Voordeckers, W., & Gils, A. V. (2011). Boards of Directors in Family Businesses : A Literature Review and Research Agenda. *International Journal of Management Reviews*, 13(2), 134-152. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2010.00289.x>

- Banque d'Algérie. (2013). *Rapport sur la Stabilité du Système Bancaire Algérien : 2009—2011*.
https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/Rapport-sur-la-stabilite-financiere-du-secteur-bancaire-2009-2011_VF.pdf
- Banque d'Algérie. (2016, 2017, 2018). *Rapport Annuel : Évolution Économique et Monétaire en Algérie*. <https://www.bank-of-algeria.dz/html/rapport.htm>
- Banque d'Algérie. (2018, Premier Trimestre). *Bulletin Monétaire et Financier*. <https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/bulletin1ertrim2018.pdf>
- Banque d'Algérie. (2021a, Premier Trimestre). *Tendances Monétaires et Financières : Note de Conjoncture*. <https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/nc1ersemestre2021.pdf>
- Banque d'Algérie. (2021b, novembre 24). *Communiqué : La Banque d'Algérie Modernise l'Approche de Supervision*. <https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/communique24112021.pdf>
- Barker, V. L., & Mueller, G. C. (2002). CEO Characteristics and Firm R&D Spending. *Management Science*, 48(6), 782-801. <https://doi.org/10.1287/mnsc.48.6.782.187>
- Barney, J. B., & Arian, A. M. (2001). The Resource-Based View : Origins and Implications. In M. A. Hitt, R. E. Freeman, & J. S. Harrison (Éds.), *The Blackwell Handbook of Strategic Management*. Wiley-Blackwell.
- Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). The Moderator–Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research : Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6), 1173-1182. <https://doi.org/10.1037/0022-3514.51.6.1173>
- Barontini, R., & Caprio, L. (2006). The Effect of Family Control on Firm Value and Performance : Evidence from Continental Europe. *European Financial Management*, 12(5), 689-723. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2006.00273.x>
- Barros, L. A. B. C., Bergmann, D. R., Castro, F. H., & Silveira, A. D. M. da. (2020). Endogeneity in Panel Data Regressions : Methodological Guidance for Corporate Finance Researchers.

- Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 22(Special Issue), 437-461.
<https://doi.org/10.7819/rbgn.v22i0.4059>
- Bear, S., Rahman, N., & Post, C. (2010). The Impact of Board Diversity and Gender Composition on Corporate Social Responsibility and Firm Reputation. *Journal of Business Ethics*, 97(2), 207-221. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0505-2>
- Beckman, C. M., & Haunschild, P. R. (2002). Network Learning : The Effects of Partners' Heterogeneity of Experience on Corporate Acquisitions. *Administrative Science Quarterly*, 47(1), 92-124. <https://doi.org/10.2307/3094892>
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, F., & Zimmermann, H. (2004). Is Board Size an Independent Corporate Governance Mechanism? *Kyklos*, 57(3), 327-356.
<https://doi.org/10.1111/j.0023-5962.2004.00257.x>
- Belkacemi, M. (2019). Les Déterminants de la Structure du Capital : Étude Empirique sur un Échantillon d'Entreprises Privées Algériennes. *Revue des Réformes Economiques et Intégration En Economie Mondiale*, 13(1), 139-160.
- Belkacemi, N. (2020, février 8). Pour Simplifier les Conditions de Création des Entreprises : Vers la Révision du Code de Commerce. *Ouest Tribune*. <https://www.ouestribune-dz.com/fr/vers-la-revision-du-code-de-commerce/>
- Belmedjahed, N. N., & Douah, B. (2018). Approche des Systèmes de Gouvernance d'Entreprise au Niveau des Compagnies d'assurances : Cas de Cash Assurances et Alliance Assurances. *Strategy and Development Review*, 8(1), 400-425. <https://doi.org/10.34276/1822-000-014-019>
- Ben-Amar, W., Francoeur, C., Hafsi, T., & Labelle, R. (2013). What Makes Better Boards? A Closer Look at Diversity and Ownership. *British Journal of Management*, 24(1), 85-101.
<https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2011.00789.x>
- Bendiff, H. (2008). *Le Processus de Privatisation en Algérie : Stratégie, Bilan et Perspectives* [Forum Économique]. Ministère de l'Industrie et de la Promotion des Investissements.

- <https://docplayer.fr/15309417-Le-processus-de-privatisation-en-algerie-strategie-bilan-et-perspectives.html>
- Berger, A. N., & Udell, E. B. (2006). Capital Structure and Firm Performance : A New Approach to Testing Agency Theory and an Application to the Banking Industry Q. *Journal of Banking & Finance*, 30(4), 1065-1102. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2005.05.015>
- Berger, P. G., Udell, E., & Udell, D. L. (1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. *The Journal of Finance*, 52(4), 1411-1438. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb01115.x>
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *Modern Corporation and Private Property*. The MacMillan Company.
- Berrah, A. (2019, juin 9). *Entretien du Président de la COSOB Accordé à l'APS* [Algérie Presse Service]. <https://www.cosob.org/wp-content/uploads/2019/06/Entretien-du-Pr%C3%A9sident-de-la-COSOB-accord%C3%A9-%C3%A0-l-APS.pdf>
- Bevan, A. A., & Danbolt, J. (2004). Testing for Inconsistencies in the Estimation of Uk Capital Structure Determinants. *Applied Financial Economics*, 14(1), 55-66. <https://doi.org/10.1080/0960310042000164220>
- Bhaird, C. mac an, & Lucey, B. (2010). Determinants of Capital Structure in Irish SMEs. *Small Business Economics*, 35(3), 357-375. <https://doi.org/10.1007/s11187-008-9162-6>
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and « The Bird in the Hand » Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259. <https://doi.org/10.2307/3003330>
- Blanco-Mazagatos, V., De Quevedo-Puente, E., & Castrillo, L. A. (2007). The Trade-Off Between Financial Resources and Agency Costs in the Family Business : An Exploratory Study. *Family Business Review*, 20(3), 199-213. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2007.00095.x>
- Blaug, M. (1982). *La Méthodologie Économique*. Economica.

- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115-143. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8)
- Bøhren, Ø., & Staubo, S. (2016). Mandatory Gender Balance and Board Independence. *European Financial Management*, 22(1), 3-30. <https://doi.org/10.1111/eufm.12060>
- Bokpin, G. A., & Arko, A. C. (2009). Ownership Structure, Corporate Governance and Capital Structure Decisions of Firms : Empirical Evidence from Ghana. *Studies in Economics and Finance*, 26(4), 246-256. <https://doi.org/10.1108/10867370910995708>
- Bond, S. R. (2002). Dynamic Panel Data Models : A Guide to Micro Data Methods and Practice. *Portuguese Economic Journal*, 1(2), 141-162. <https://doi.org/10.1007/s10258-002-0009-9>
- Bonn, I., Yoshikawa, T., & Phan, P. H. (2004). Effects of Board Structure on Firm Performance : A Comparison Between Japan and Australia. *Asian Business & Management*, 3(1), 105-125. <https://doi.org/10.1057/palgrave.abm.9200068>
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital Structures in Developing Countries. *The Journal of Finance*, 56(1), 87-130.
- Borokhovich, K. A., Parrino, R., & Trapani, T. (1996). Outside Directors and CEO Selection. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 337-355. <https://doi.org/10.2307/2331395>
- Boubaker, S., Dang, R., & Nguyen, D. K. (2014). Does Board Gender Diversity Improve the Performance of French Listed Firms? *Gestion 2000*, 31(1), 259-269. <https://doi.org/10.3917/g2000.311.0259>
- Bouheraoua, S., & Boumati, M. (2010, octobre 19). *L'Enquête de HAWKAMA EL DJAZAIR sur la Perception et les Pratiques des Principes de Bonne Gouvernance d'Entreprise* [Présentation]. Lancement Officiel de l'Institut Algérien de la Gouvernance d'Entreprise « HAWKAMA EL DJAZAIR », Alger.
- Bourbonnais, R. (2018). *Économétrie* (10^e éd.). Dunod.

- Boutaleb, K. (2008). La Problématique de la Gouvernance d'Entreprise en Algérie. *Revue d'Économie et de Management*, 7(1), 173-191.
- Boyd, B. (1990). Corporate Linkages and Organizational Environment : A Test of the Resource Dependence Model. *Strategic Management Journal*, 11(6), 419-430.
- Boyd, B. K., Haynes, K. T., & Zona, F. (2011). Dimensions of CEO–Board Relations. *Journal of Management Studies*, 48(8), 1892-1923. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2010.00943.x>
- Bozec, R. (2005). Boards of Directors, Market Discipline and Firm Performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(9-10), 1921-1960. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2005.00652.x>
- Brabet, J. (1988). Faut-il Encore Parler d'Approche Qualitative et d'Approche Quantitative ? *Recherche et Applications en Marketing*, 3(1), 75-89. JSTOR.
- Brahma, S., Nwafor, C., & Boateng, A. (2021). Board Gender Diversity and Firm Performance : The Uk Evidence. *International Journal of Finance & Economics*, 26(4), 5704-5719. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2089>
- Brickley, J. A., Coles, J. L., & Jarrell, G. (1997). Leadership Structure : Separating the CEO and Chairman of the Board. *Journal of Corporate Finance*, 3(3), 189-220. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(96\)00013-2](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(96)00013-2)
- Briozzo, A., Cardone-Riportella, C., & García-Olalla, M. (2019). Corporate Governance Attributes and Listed SMES' Debt Maturity. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 19(4), 735-750. <https://doi.org/10.1108/CG-11-2017-0272>
- Bryman, A. (1999). The Debate about Quantitative and Qualitative Research. In A. Bryman & R. G. Burgess (Éds.), *Qualitative Research* (Vol. 1, p. 35-69). Sage.
- Bryman, A., & Bell, E. (2007). *Business Research Methods* (2^e éd.). Oxford University Press.

- Budiman, J. (2015). Corporate Governance, Capital Structure and Shareholder Value of Indonesian Stock Exchange Firms. *Jurnal Manajemen Maranatha*, 15(1), 75-94.
[https://doi.org/DOI: https://doi.org/10.28932/jmm.v15i1.27](https://doi.org/DOI:https://doi.org/10.28932/jmm.v15i1.27)
- Bushman, R., Dai, Z., & Wang, X. (2010). Risk and CEO Turnover. *Journal of Financial Economics*, 96(3), 381-398. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.03.001>
- Cabane, P. (2018). *Manuel de Gouvernance d'Entreprise : Les Meilleures Pratiques pour Créer de la Valeur* (2^e éd.). Eyrolles.
- Campbell, K., & Mínguez-Vera, A. (2008). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 83(3), 435-451. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9630-y>
- Carter, D. A., D'Souza, F., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2010). The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance. *Corporate Governance: An International Review*, 18(5), 396-414.
<https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00809.x>
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. *Financial Review*, 38(1), 33-53. <https://doi.org/10.1111/1540-6288.00034>
- Centre National du Registre du Commerce. CNRC. (2019). *Le Registre du Commerce : Indicateurs & Statistiques*.
https://sidjilcom.cnrc.dz/download?p_auth=wKnbSeVT&p_p_id=download_portlet_WAR_download&p_p_lifecycle=1&p_p_state=normal&p_p_mode=view&p_p_col_id=column-3&p_p_col_count=1&_download_portlet_WAR_download__spage=%2FAccueil.do
- Chadha, S., & Sharma, A. K. (2015). Capital Structure and Firm Performance : Empirical Evidence from India. *Vision: The Journal of Business Perspective*, 19(4), 295-302.
<https://doi.org/10.1177/0972262915610852>

- Chadlia, A., & Azouaou, L. (2015). Analyse des Déterminants de la Performance des Entreprises Algériennes : Étude Empirique sur un Échantillon de 100 Entreprises. *Revue ElWahat pour les Recherches et les Études*, 8(1), 846-856.
- Chahine, S., & Tohmé, N. S. (2009). Is CEO Duality Always Negative? An Exploration of CEO Duality and Ownership Structure in the Arab IPO Context. *Corporate Governance: An International Review*, 17(2), 123-141. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00724.x>
- Chakraborty, I. (2010). Capital Structure in an Emerging Stock Market : The Case of India. *Research in International Business and Finance*, 24(3), 295-314. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2010.02.001>
- Chandra, K. S., & Udhayakumar, C. S. (2018). Impact of Capital Structure on Firm Performance : Evidence from India. *International Journal of Pure and Applied Mathematics*, 118(22), 955-959.
- Chang, C.-C., Batmunkh, M.-U., Wong, W.-K., & Jargalsaikhan, M. (2019). Relationship between Capital Structure and Profitability : Evidence from Four Asian Tigers. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3411977>
- Chapple, L., & Humphrey, J. E. (2014). Does Board Gender Diversity Have a Financial Impact? Evidence Using Stock Portfolio Performance. *Journal of Business Ethics*, 122(4), 709-723. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1785-0>
- Charreaux, G. (1997). *Le Gouvernement des Entreprises : Corporate Governance: Théories et Faits*. Économica.
- Charreaux, G. (2002). Variation sur le Thème : « À la Recherche de Nouvelles Fondations pour la Finance et la Gouvernance d'Entreprise ». *Finance Contrôle Stratégie*, 5(3), 5-68.
- Charreaux, G. (2006). Théorie Financière et Stratégie Financière. *Revue française de gestion*, 32(160), 109-138. <https://doi.org/10.3166/rfg.160.109-138>
- Charreaux, G., & Albouy, M. (2017). La Construction de la Théorie Financière Moderne : De la Finance Néoclassique à la Finance Néoinstitutionnelle et Comportementale. Une

- Introduction aux Grands auteurs en Finance. In M. Albouy & G. Charreaux, *Les Grands Auteurs en Finance* (2^e éd., p. 4-54). Éditions EMS.
- Chen, C.-W., Lin, J. S. B., & Yi, B. (2008). CEO Duality and Firm Performance : An Endogenous Issue. *Corporate Ownership and Control*, 6(1), 58-65. <https://doi.org/10.22495/cocv6i1p6>
- Chen, J. J., Liu, X., & Li, W. (2010). The Effect of Insider Control and Global Benchmarks on Chinese Executive Compensation. *Corporate Governance: An International Review*, 18(2), 107-123. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00788.x>
- Chen, X. (2019). *Corporate Governance Structures, Corporate Entrepreneurship and Firm Performance : A Study of Chinese Listed Firms* [Doctoral Thesis]. Nottingham Trent University, England, UK.
- Chen, Z., Cheung, Y.-L., Stouraitis, A., & Wong, A. W. S. (2005). Ownership Concentration, Firm Performance, and Dividend Policy in Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(4), 431-449. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2004.12.001>
- Cheng, Y.-S., Liu, Y.-P., & Chien, C.-Y. (2010). Capital Structure and Firm Value in China : A Panel Threshold Regression Analysis. *African Journal of Business Management*, 4(12), 2500-2507.
- Cherkaoui, A., & Haouata, S. (2017). Éléments de Réflexion sur les Positionnements Epistémologiques et Méthodologiques en Sciences de Gestion. *Revue Interdisciplinaire*, 1(2), 1-20.
- Chourfi, S. (2019). L'effet des Caractéristiques du Conseil d'Administration sur la Gestion des Résultats : Une Analyse Empirique des Entreprises Algériennes. *Al Bashaer Economic Journal*, 5(1), 1094-1112.
- Chittenden, F., Hall, G., & Hutchinson, P. (1996). Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure : Review of Issues and an Empirical Investigation. *Small Business Economics*, 8(1), 59-67.

- Cho, M.-H. (1998). Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value : An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 47(1), 103-121. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(97\)00039-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(97)00039-1)
- Choi, J. J., Park, S. W., & Yoo, S. S. (2007). The Value of Outside Directors : Evidence from Corporate Governance Reform in Korea. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(4), 941-962.
- Choi, S., & Hasan, I. (2005). Ownership, Governance, and Bank Performance : Korean Experience. *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 14(4), 215-242. <https://doi.org/10.1111/j.0963-8008.2005.00104.x>
- Chouchane, I. (2010). Les Déterminants de la Présence des Administrateurs Indépendants dans les Conseils d'Administration des Sociétés Françaises. *La Revue des Sciences de Gestion*, 245-246(5), 63. <https://doi.org/10.3917/rsg.245.0063>
- Chu, W. (2011). Family Ownership and Firm Performance : Influence of Family Management, Family Control, and Firm Size. *Asia Pacific Journal of Management*, 28(4), 833-851. <https://doi.org/10.1007/s10490-009-9180-1>
- Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 4(16), 386-405. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x>
- Cobbaut, R. (1997). *Théorie Financière* (4^e éd.). Économica. https://books.google.be/books?id=Uh_nPAAACAAJ
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards : Does One Size Fit All? *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329-356. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.08.008>
- Coles, J. W., McWilliams, V. B., & Sen, N. (2001). An Examination of the Relationship of Governance Mechanisms to Performance. *Journal of Management*, 27(1), 23-50. [https://doi.org/10.1016/S0149-2063\(00\)00085-4](https://doi.org/10.1016/S0149-2063(00)00085-4)

- Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse. COSOB. (2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020). *Rapport Annuel*. <https://www.cosob.org/rapports-annuels/>
- Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse. COSOB. (2017). *Code de Déontologie et d'Éthique de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse*. <https://www.cosob.org/wp-content/uploads/2017/02/code-cosob.pdf>
- Compagnie Française d'Assurances pour le Commerce Extérieur. COFACE. (2019, octobre). *Carte des Évaluations Pays*. Coface. <https://www.coface.fr/Actualites-Publications/Publications/Carte-des-evaluations-pays-octobre-2019>
- Conyon, M. J., & Peck, S. I. (1998). Board Size and Corporate Performance : Evidence from European Countries. *The European Journal of Finance*, 4(3), 291-304. <https://doi.org/10.1080/135184798337317>
- Cox, T. (1991). The Multicultural Organization. *The Executive*, 5(2), 34-47.
- Dahya, J., Lonie, A. A., & Power, D. M. (1996). The Case for Separating the Roles of Chairman and CEO : An Analysis of Stock Market and Accounting Data. *Corporate Governance: An International Review*, 4(2), 71-77. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.1996.tb00136.x>
- Daily, C. M., & Dalton, D. R. (1992). The Relationship Between Governance Structure and Corporate Performance in Entrepreneurial Firms. *Journal of Business Venturing*, 7(5), 375-386. [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(92\)90014-I](https://doi.org/10.1016/0883-9026(92)90014-I)
- Daily, C. M., Dalton, D. R., & Cannella, A. A. (2003). Corporate Governance : Decades of Dialogue and Data. *The Academy of Management Review*, 28(3), 371-382. <https://doi.org/10.2307/30040727>
- Dakhlaoui, M., & Fredj, I. (2020). Board Attributes and Firm Performance : Tunisian Evidence. *IBIMA Business Review*, 2020(Article ID 557928), 1-18. <https://doi.org/10.5171/2020.557928>

- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. (1998). Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance. *Strategic Management Journal*, 19(3), 269-290. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199803\)19:3<269::AID-SMJ950>3.0.CO;2-K](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199803)19:3<269::AID-SMJ950>3.0.CO;2-K)
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Johnson, J. L., & Ellstrand, A. E. (1999). Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis. *Academy of Management Journal*, 42(6), 674-686. <https://doi.org/10.2307/256988>
- Dang, R., Bender, A.-F., & Scotto, M.-J. (2014). Women On French Corporate Board Of Directors: How Do They Differ From Their Male Counterparts? *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 30(2), 489-508. <https://doi.org/10.19030/jabr.v30i2.8420>
- Dang, V. A., Kim, M., & Shin, Y. (2015). In Search of Robust Methods for Dynamic Panel Data Models in Empirical Corporate Finance. *Journal of Banking & Finance*, 53, 84-98. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.12.009>
- Darko, J., Aribi, Z. A., & Uzonwanne, G. C. (2016). Corporate Governance: The Impact of Director and Board Structure, Ownership Structure and Corporate Control on the Performance of Listed Companies on the Ghana Stock Exchange. *Corporate Governance*, 16(2), 259-277. <https://doi.org/10.1108/CG-11-2014-0133>
- Darmadi, S. (2011). Board Diversity and Firm Performance: The Indonesian Evidence. *Corporate Ownership and Control*, 8(2), 450-466. <https://doi.org/10.22495/cocv8i2c4p4>
- Dasilas, A., & Papasyriopoulos, N. (2015). Corporate Governance, Credit Ratings and the Capital Structure of Greek SME and Large Listed Firms. *Small Business Economics*, 45(1), 215-244. <https://doi.org/10.1007/s11187-015-9648-y>
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a Stewardship Theory of Management. *The Academy of Management Review*, 22(1), 20-47. <https://doi.org/10.2307/259223>

- De Jong, A. (1999). *An Empirical Analysis of Capital Structure Decisions in Dutch Firms* [Doctoral Thesis, Tilburg University].
<https://research.tilburguniversity.edu/en/publications/an-empirical-analysis-of-capital-structure-decisions-in-dutch-fir>
- De Jong, A., Kabir, R., & Nguyen, T. T. (2008). Capital Structure Around the World : The Roles of Firm and Country Specific Determinants. *Journal of Banking and Finance*, 32(9), 1954-1969. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.034>
- De Villepin, D. (2003, février 19). *Ratification de L'Accord Euro-Méditerranéen Établissant une Association entre la Communauté Européenne et ses États Membres, d'une Part, et la République Algérienne Démocratique et Populaire, d'autre Part*. Senat.
<https://www.senat.fr/leg/pjl02-184.html>
- Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2004). The Determinants of Capital Structure : Evidence from the Asia Pacific Region. *Journal of Multinational Financial Management*, 14(4-5), 387-405. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2004.03.001>
- Degryse, H., de Goeij, P., & Kappert, P. (2012). The Impact of Firm and Industry Characteristics on Small Firms' Capital Structure. *Small Business Economics*, 38(4), 431-447.
<https://doi.org/10.1007/s11187-010-9281-8>
- Département Suisse Fédéral des Affaires Étrangères. (2020). *Rapport Économique Algérie* (Formulaire CH@WORLD: A754). <https://www.s-ge.com/sites/default/files/publication/free/rapport-economique-algerie-2020-08.pdf>
- Dessi, R., & Robertson, D. (2003). Debt, Incentives and Performance : Evidence from UK Panel Data. *The Economic Journal*, 113(490), 903-919. <https://doi.org/10.1111/1468-0297.t01-1-00159>
- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate Governance, Capital Structure and Firm Performance : Evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42, 689-709. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.011>

- Dey, A., Engel, E., & Liu, X. (2011). CEO and Board Chair Roles : To Split or Not to Split? *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1595-1618. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.09.001>
- Diamond, D. W. (1991). Debt Maturity Structure and Liquidity Risk. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(3), 709-737. <https://doi.org/10.2307/2937924>
- Dicko, S. (2019). *Méthodologie de Recherche et Théories en Sciences Comptables*. Presses de l'Université du Québec. <http://univ.scholarvox.com.ressources-electroniques.univ-lille.fr/reader/docid/88883936/page/272>
- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The Iron Cage Revisited : Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields. *American Sociological Review*, 48(2), 147-160. <https://doi.org/10.2307/2095101>
- Dimitropoulos, P. (2014). Capital Structure and Corporate Governance of Soccer Clubs. *Management Research Review*, 37(7), 658-678. <https://doi.org/10.1108/MRR-09-2012-0207>
- Dionne-Proulx, J., & Larochelle, G. (2010). Éthique et Gouvernance d'Entreprise. *Management Avenir*, 32(2), 36-53. <https://doi.org/10.3917/mav.032.0036>
- Direction Générale du Trésor Français. (2020, juin 4). *Algérie : Indicateurs et Conjoncture*. <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Pays/DZ/indicateurs-et-conjonctures>
- Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity; a Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*. Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University.
- Donaldson, L. (1990). The Ethereal Hand : Organizational Economics and Management Theory. *The Academy of Management Review*, 15(3), 369-381. <https://doi.org/10.2307/258013>
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory : CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-64. <https://doi.org/10.1177/031289629101600103>

- Draou, I., & Douah, I. (2018). Impact de la Gouvernance de L'Entreprise sur La Création de la Valeur. *North African Review of Economics and Management*, 5(1), 7-24.
- Drukker, D. M. (2003). Testing for Serial Correlation in Linear Panel-data Models. *The Stata Journal*, 3(2), 168-177. <https://doi.org/10.1177/1536867X0300300206>
- Duru, A., Iyengar, R. J., & Zampelli, E. M. (2016). The Dynamic Relationship Between Ceo Duality and Firm Performance : The Moderating Role of Board Independence. *Journal of Business Research*, 69(10), 4269-4277. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.04.001>
- Eagly, A. H., & Carli, L. L. (2003). The Female Leadership Advantage : An Evaluation of the Evidence. *The Leadership Quarterly*, 14(6), 807-834. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2003.09.004>
- Ebaid, I. E. (2009). The Impact of Capital Structure Choice on Firm Performance : Empirical Evidence from Egypt. *The Journal of Risk Finance*, 10(5), 477-487. <https://doi.org/10.1108/15265940911001385>
- El-Masry, A. A. (2010). Corporate Governance, Ownership Structure and Firm Performance of Egyptian Listed Companies. *Corporate Ownership & Control*, 8(1), 535-551. <https://dx.doi.org/10.22495/cocv8i1c5p5>
- Elsayed, K. (2007). Does CEO Duality Really Affect Corporate Performance? *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), 1203-1214. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00641.x>
- Engelen, P.-J., van den Berg, A., & van der Laan, G. (2012). Board Diversity as a Shield During the Financial Crisis. In S. Boubaker, B. D. Nguyen, & D. K. Nguyen (Éds.), *Corporate Governance: Recent Developments and New Trends* (p. 259-285). Springer. https://doi.org/10.1007/978-3-642-31579-4_11
- Ennemri, N. (2019). The Role of Companies' Growth Analysis in Evaluating Their Financial Performance : With a Case Study. *Strategy and Development Review*, 9(1), 27-42.

- Erhardt, N. L., Werbel, J. D., & Shrader, C. B. (2003). Board of Director Diversity and Firm Financial Performance. *Corporate Governance: An International Review*, 11(2), 102-111. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00011>
- Eriotis, N., Vasiliou, D., & Ventoura-Neokosmidi, Z. (2007). How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An Empirical Study. *Managerial Finance*, 33(5), 321-331. <https://doi.org/10.1108/03074350710739605>
- Eulerich, M., Velte, P., & van Uum, C. (2014). The Impact of Management Board Diversity on Corporate Performance—An Empirical Analysis for the German Two-Tier System. *Problems and Perspectives in Management*, 12(1), 25-39.
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency Problems and Residual Claims. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 327-349.
- Farrell, K. A., & Hersch, P. L. (2005). Additions to Corporate Boards: The Effect of Gender. *Journal of Corporate Finance*, 11(1), 85-106. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2003.12.001>
- Filatotchev, I., Jackson, G., & Nakajima, C. (2013). Corporate Governance and National Institutions: A Review and Emerging Research Agenda. *Asia Pacific Journal of Management*, 30(4), 965-986. <https://doi.org/10.1007/s10490-012-9293-9>
- Filatotchev, I., Lien, Y.-C., & Piesse, J. (2005). Corporate Governance and Performance in Publicly Listed, Family-Controlled Firms: Evidence from Taiwan. *Asia Pacific Journal of Management*, 22(3), 257-283. <https://doi.org/10.1007/s10490-005-3569-2>

- Finkelstein, S., & D'Aveni, R. A. (1994). CEO Duality as a Double-Edged Sword : How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command. *Academy of Management Journal*, 37(5), 1079-1108. <https://doi.org/10.2307/256667>
- Firdaus, Z., Suhadak, Rahayu, S. M., & Saifi, M. (2019). The Effect of Corporate Governance, Firm Size and Capital Structure on Financial Performance : A Study of State-Owned Enterprises Listed in the Indonesia Stock Exchange during Period of 2013-2016. *Russian Journal of Agricultural and Socio-Economic Sciences*, 9(93), 3-16. <https://doi.org/10.18551/rjoas.2019-09.01>
- Fizel, J. L., & Louie, K. K. T. (1990). CEO Retention, Firm Performance and Corporate Governance. *Managerial and Decision Economics*, 11(3), 167-176. <https://doi.org/10.1002/mde.4090110304>
- Fosberg, R. H. (2004). Agency Problems and Debt Financing : Leadership Structure Effects. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 4(1), 31-38. <https://doi.org/10.1108/14720700410521943>
- Francoeur, C., Labelle, R., & Sinclair-Desgagné, B. (2008). Gender Diversity in Corporate Governance and Top Management. *Journal of Business Ethics*, 81(1), 83-95. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9482-5>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital Structure Decisions : Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, 38(1), 1-37. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>
- Galia, F., & Zenou, E. (2013). La Diversité du Conseil d'Administration Influence-t-elle l'Innovation ? L'impact de la Diversité de Genre et d'Âge sur les Différents Types d'Innovation. *Management Avenir*, 66(8), 152-181. <https://doi.org/10.3917/mav.066.0152>
- García, C. J., & Herrero, B. (2021). Female Directors, Capital Structure, and Financial Distress. *Journal of Business Research*, 136, 592-601. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.07.061>

- García-Meca, E., García-Sánchez, I.-M., & Martínez-Ferrero, J. (2015). Board Diversity and Its Effects on Bank Performance : An International Analysis. *Journal of Banking & Finance*, 53, 202-214. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.12.002>
- Gavard-Perret, M.-L., Gotteland, D., Haon, C., & Jolibert, A. (2018). *Méthodologie de la Recherche en Sciences de Gestion : Réussir son Mémoire ou sa Thèse* (3^e éd.). Pearson.
- Gill, A., Biger, N., Mand, H., & Shah, C. (2012). Corporate Governance and Capital Structure of Small Business Service Firms in India. *International Journal of Economics and Finance*, 4(8), 83-92. <https://doi.org/10.5539/ijef.v4n8p83>
- Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. (2011). The Effect of Capital Structure on Profitability : Evidence from the United States. *International Journal of Management*, 28(4), 3-15.
- Gill, A., & Mathur, N. (2011). Board Size, CEO Duality, and the Value of Canadian Manufacturing Firms. *Journal of Applied Finance & Banking*, 1(3), 1-13.
- Gitundu, E. W., Kiprop, S. K., Kibet, L. K., & Kisaka, S. E. (2016). Corporate Governance and Financial Performance : Theoretical and Philosophical Predicaments in Research. *European Journal of Business and Management*, 8(11), 164-174.
- GOAL 08. (2009). *Code Algérien de Gouvernance d'Entreprise*. <https://www.algeriacorporategovernance.org/>
- Goddard, J., Tavakoli, M., & Wilson, J. O. S. (2005). Determinants of Profitability in European Manufacturing and Services : Evidence from a Dynamic Panel Model. *Applied Financial Economics*, 15(18), 1269-1282. <https://doi.org/10.1080/09603100500387139>
- Göktaş, A., & Akkuş, Ö. (2020). Comparison of Partial Least Squares with Other Prediction Methods Via Generated Data. *Journal of Statistical Computation and Simulation*, 90(16), 3009-3024. <https://doi.org/10.1080/00949655.2020.1793342>
- Gomez, P.-Y. (2009). *Référentiel pour une Gouvernance Raisonnable des Entreprises Françaises. Rapport au Conseil d'Administration de Middlednext* (Cahier n°2). Institut Français de Gouvernement des Entreprises, MiddleNext, et EM LYON.

- Goswami, G. (2000). Asset Maturity, Debt Covenants, and Debt Maturity Choice. *Financial Review*, 35(4), 51-68. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2000.tb01429.x>
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The Theory and Practice of Corporate Finance : Evidence from the Field. *Journal of Financial Economics*, 60(2), 187-243. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00044-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00044-7)
- Grawitz, M. (2000). *Méthodes des Sciences Sociales* (11^e éd.). Dalloz.
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1982). Corporate Financial Structure and Managerial Incentives. In *NBER Chapters* (p. 107-140). National Bureau of Economic Research, Inc. <https://ideas.repec.org/h/nbr/nberch/4434.html>
- Guba, E. G., & Lincoln, Y. S. (1989). *Fourth Generation Evaluation*. Sage Publications, Inc.
- Guba, E. G., & Lincoln, Y. S. (1998). Competing Paradigms in Qualitative Research. In Y. S. Lincoln & N. K. Denzin (Éds.), *The Landscape of Qualitative Research : Theories and Issues* (p. 195-220). Sage Publications.
- Guest, P. M. (2009). The Impact of Board Size on Firm Performance : Evidence from the Uk. *The European Journal of Finance*, 15(4), 385-404. <https://doi.org/10.1080/13518470802466121>
- Gujarati, D. N. (2003). *Basic econometrics* (4^e éd.). McGraw Hill.
- Gulamhussen, M. A., & Guerreiro, L. (2009). The Influence of Foreign Equity and Board Membership on Corporate Strategy and Internal Cost Management in Portuguese Banks. *Management Accounting Research*, 20(1), 6-17. <https://doi.org/10.1016/j.mar.2008.10.006>
- Gupta, A., & Nashier, T. (2017). Family Ownership and Firm Performance : Evidence from India. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 55(3-4), 37-68.
- Habib, H. J., Khan, F., & Wazir, M. I. (2016). Impact of Debt on Profitability of Firms; Evidence From Non-Financial Sector of Pakistan. *City University Research Journal*, 6(1), 70-80.

-
- Hacini, I., & Dhou, K. (2018). The Evolution of the Algerian Banking System. *Management Dynamics in the Knowledge Economy*, 6(1), 145-166.
<https://doi.org/10.25019/MDKE/6.1.09>
- Hadj-Nacer, A. R. (1990). *Les Cahiers de la Réforme* (2^e éd., Vol. 4). ENAG.
- Hafsi, T., & Turgut, G. (2013). Boardroom Diversity and its Effect on Social Performance : Conceptualization and Empirical Evidence. *Journal of Business Ethics*, 112(3), 463-479.
<https://doi.org/10.1007/s10551-012-1272-z>
- Hahn, P. D., & Lasfer, M. (2016). Impact of Foreign Directors on Board Meeting Frequency. *International Review of Financial Analysis*, 46, 295-308.
<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.11.004>
- Haider, J., Qayyum, A., & Zainudin, Z. (2021). Are Family Firms More Levered? An Analysis of Family and Non-Family Firms. *SAGE Open*, 11(2), 1-16.
<https://doi.org/10.1177/21582440211022322>
- Hall, G., Hutchinson, P., & Michaelas, N. (2000). Industry Effects on the Determinants of Unquoted SMEs' Capital Structure. *International Journal of the Economics of Business*, 7(3), 297-312. <https://doi.org/10.1080/13571510050197203>
- Hammersley, M. (1999). Deconstructing the Qualitative-Quantitative Divide. In A. Bryman & R. G. Burgess (Éds.), *Qualitative Research* (Vol. 1, p. 70-83). SAGE.
- Haniffa, R., & Hudaib, M. (2006). Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(7-8), 1034-1062.
<https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2006.00594.x>
- Harris, C. K. (2014). Women Directors on Public Company Boards : Does a Critical Mass Affect Leverage? *Business and Economics Faculty Publications*, 29.
https://digitalcommons.ursinus.edu/bus_econ_fac/29

- Harris, D., & Helfat, C. E. (1998). CEO Duality, Succession, Capabilities and Agency Theory : Commentary and Research Agenda. *Strategic Management Journal*, 19(9), 901-904. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199809\)19:9<901::AID-SMJ2>3.0.CO;2-V](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199809)19:9<901::AID-SMJ2>3.0.CO;2-V)
- Harris, M., & Raviv, A. (1988). Corporate Control Contests and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 20, 55-86. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90040-2](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90040-2)
- Harris, M., & Raviv, A. (1990). Capital Structure and the Informational Role of Debt. *The Journal of Finance*, 45(2), 321-349. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb03693.x>
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>
- Hart, O., & Moore, J. (1995). Debt and Seniority : An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management. *The American Economic Review*, 85(3), 567-585.
- Hedija, V., & Němec, D. (2021). Gender Diversity in Leadership and Firm Performance : Evidence from the Czech Republic. *Journal of Business Economics and Management*, 22(1), 156-180. <https://doi.org/10.3846/jbem.2020.13680>
- Hermalin, B. E. (2005). Trends in Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 60(5), 2351-2384.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2000). *Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution : A Survey of the Economic Literature* (SSRN Scholarly Paper ID 233111). Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.233111>
- Hermanson, D. R., Tompkins, J. G., Veliyath, R., & Ye, Z. (Shelly). (2012). The Compensation Committee Process. *Contemporary Accounting Research*, 29(3), 666-709. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01118.x>
- Hermassi, N., Adjaoud, F., & Aloui, C. (2015). The Effect of Corporate Governance and Ownership Structure on Capital Structure : Empirical Evidence from Canada. *Gestion 2000*, 32(6), 95-114. <https://doi.org/10.3917/g2000.326.0095>

- Herring, C. (2009). Does Diversity Pay? : Race, Gender, and the Business Case for Diversity. *American Sociological Review*, 74(2), 208-224. <https://doi.org/10.1177/000312240907400203>
- Hidayat, A. A., & Utama, S. (2017). Board Characteristics and Firm Performance : Evidence from Indonesia. *INTERNATIONAL RESEARCH JOURNAL OF BUSINESS STUDIES*, 8(3), 137-154. <https://doi.org/10.21632/irjbs.8.3.1146>
- Hillman, A. J., Cannella, A. A., & Harris, I. C. (2002). Women and Racial Minorities in the Boardroom : How Do Directors Differ? *Journal of Management*, 28(6), 747-763. <https://doi.org/10.1177/014920630202800603>
- Hillman, A. J., Cannella, A. A., & Paetzold, R. L. (2000). The Resource Dependence Role of Corporate Directors : Strategic Adaptation of Board Composition in Response to Environmental Change. *Journal of Management Studies*, 37(2), 235-256. <https://doi.org/10.1111/1467-6486.00179>
- Hillman, A. J., Shropshire, C., & Cannella JR, A. A. (2007). Organizational Predictors of Women on Corporate Boards. *Academy of Management Journal*, 50(4), 941-952. <https://doi.org/10.5465/amj.2007.26279222>
- Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G., & Palia, D. (1999). Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link Between Ownership and Performance. *Journal of Financial Economics*, 53(3), 353-384. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00025-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00025-2)
- Holz, C. A. (2002). The Impact of the Liability–Asset Ratio on Profitability in China’s Industrial State-Owned Enterprises. *China Economic Review*, 13(1), 1-26. [https://doi.org/10.1016/S1043-951X\(01\)00054-2](https://doi.org/10.1016/S1043-951X(01)00054-2)
- Hossain, A., Khan, A. A. Y., & Khalid, M. S. (2019). An Empirical Analysis of Capital Structure and Firm’s Financial Performance in a Developing Country. *Global Journal of Management and Business Research*, 19(3), 9-16.

- Hussainey, K., & Aljifri, K. (2012). Corporate Governance Mechanisms and Capital Structure in UAE. *Journal of Applied Accounting Research*, 13(2), 145-160. <https://doi.org/10.1108/09675421211254849>
- Hussey, J., & Hussey, R. (1997). *Business Research : A Practical Guide for Undergraduate and Postgraduate Students*. Macmillan Business.
- Iradian, G., Bazzoni, S., & Joly, H. (2000). *Algeria : Recent Economic Developments* (IMF Staff Country Report N° 00/105). International Monetary Fund. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2000/cr00105.pdf>
- Isidro, H., & Sobral, M. (2014). The Effects of Women on Corporate Boards on Firm Value, Financial Performance, and Ethical and Social Compliance. *Journal of Business Ethics*, 132(1), 1-19. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2302-9>
- Issa, A., Yousef, H., Bakry, A., Hanaysha, J. R., & Sahyouni, A. (2021). Does the Board Diversity Impact Bank Performance in the MENA Countries ? A Multilevel Study. *Corporate Governance*, 21(5), 865-891. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0222>
- Jackling, B., & Johl, S. (2009). Board Structure and Firm Performance : Evidence from India's Top Companies. *Corporate Governance: An International Review*, 17(4), 492-509. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00760.x>
- Jaradat, M. S. (2015). Corporate Governance Practices and Capital Structure : A Study with Special Reference to Board Size, Board Gender, Outside Director and CEO Duality. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 3(5), 264-273.
- Javed, T., Younas, W., & Imran, M. (2014). Impact of Capital Structure on Firm Performance : Evidence from Pakistani Firms. *International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences*, 3(5), Pages 28-52. <https://doi.org/10.6007/IJAREMS/v3-i5/1141>

- Javeed, A., Yaqub, R. M., & Aslam, M. (2017). Revisiting Capital Structure and Firm Value : Moderating Role of Corporate Governance: Evidence from Pakistan. *European Journal of Business and Management*, 9(16), 39-48.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jiraporn, P., & Liu, Y. (2008). Capital Structure, Staggered Boards, and Firm Value. *Financial Analysts Journal*, 64(1), 49-60. JSTOR.
- John, R., Kamukama, N., & Fredrick, D. N. K. (2020). Board Composition and Financial Performance Among Private Limited Companies in Uganda. *American Journal of Leadership and Governance*, 5(1), 10-22.
- Johnson, J. L., Daily, C. M., & Ellstrand, A. E. (1996). Boards of Directors : A Review and Research Agenda. *Journal of Management*, 22(3), 409-438. <https://doi.org/10.1177/014920639602200303>
- Johnson, S. G., Schnatterly, K., & Hill, A. D. (2013). Board Composition Beyond Independence : Social Capital, Human Capital, and Demographics. *Journal of Management*, 39(1), 232-262. <https://doi.org/10.1177/0149206312463938>
- Jordan, J., Lowe, J., & Taylor, P. (1998). Strategy and Financial Policy in UK Small Firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(1-2), 1-27. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00176>

- Judge, W. Q., Naoumova, I., & Koutzevol, N. (2003). Corporate Governance and Firm Performance in Russia : An Empirical Study. *Journal of World Business*, 38(4), 385-396. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2003.08.023>
- Kabir, R., & Thai, H. M. (2017). Does Corporate Governance Shape the Relationship Between Corporate Social Responsibility and Financial Performance? *Pacific Accounting Review*, 29(2), 227-258. <https://doi.org/10.1108/PAR-10-2016-0091>
- Kang, H., Cheng, M., & Gray, S. J. (2007). Corporate Governance and Board Composition : Diversity and independence of Australian boards. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 194-207. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00554.x>
- Kao, M.-F., Hodgkinson, L., & Jaafar, A. (2019). Ownership Structure, Board of Directors and Firm Performance : Evidence from Taiwan. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 19(1), 189-216. <https://doi.org/10.1108/CG-04-2018-0144>
- Kara, R. (2017). *Analyse du Développement Financier de L'Algérie (1962-2015) : Approche Institutionnelle Historique* (Thèse de doctorat) [Thèse de Doctorat]. Université Mouloud Mammeri De Tizi-Ouzou, Faculté des Sciences Economiques, de Gestion et des Sciences Commerciales, Algérie.
- Kartobi, S. E. (2013). *Déterminants de la Structure Financière et Réactions du Marché Boursier aux Décisions de Financement : Cas des Sociétés Cotées à la Bourse des Valeurs de Casablanca* [Thèse de Doctorat]. Université de Cadi Ayyad et Université de Nice Sophia Antipolis.
- Kassim, A. A. M., Ishak, Z., & Manaf, N. A. A. (2013). Board Effectiveness and Company Performance : Assessing the Mediating Role of Capital Structure Decisions. *International Journal of Business and Society*, 14(2), 319-338.
- Kebewar, M. (2012). *La Structure du Capital et son Impact sur la Profitabilité et sur la Demande de Travail : Analyses Théoriques et Empiriques sur Données de Panel Françaises* [Thèse

- de Doctorat, Université d'Orléans, France]. <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-00762748/document>
- Kerzabi, Z. S., & Kerzabi, D. (2017). Gouvernance et Performance : Analyse des Déterminants dans les Entreprises Algériennes Cotées en Bourse. *Revue des politiques économiques*, 5(3), 29-45.
- Khalidi, M. A. (2014). *Impact des Mécanismes de Gouvernance sur la Création et la Répartition de la Valeur Partenariale* [Thèse de Doctorat, Université de Grenoble, France]. <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01127425/document>
- Khan, N., Ullah, H., & Afeef, M. (2021). The Effect of Leverage and Debt Maturity on the Corporate Financial Performance : Evidence from Non Financial Firms Listed at Pakistan Stock Exchange. *Sustainable Business and Society in Emerging Economies*, 3(1), 35-47. <https://doi.org/10.26710/sbsee.v3i1.1829>
- Khanh, V. T. V., Hung, D. N., Van, V. T. T., & Huyen, H. T. (2020). A Study on the Effect of Corporate Governance and Capital Structure on Firm Value in Vietnam. *Accounting*, 6, 221-230. <https://doi.org/10.5267/j.ac.2020.3.004>
- Khenissi, M. (2014). Le Rôle des Mécanismes de Gouvernance dans la Détermination de la Rémunération des Dirigeants : Une Analyse des Sociétés Cotées au SBF 120. *Vie Sciences de l'Entreprise*, 198(2), 29-54. <https://doi.org/10.3917/vse.198.0029>
- Kiel, G. C., & Nicholson, G. J. (2003). Board Composition and Corporate Performance : How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 11(3), 189-205. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00318>
- Kim, H. (2015). Debt, Maturity, and Corporate Governance : Evidence from Korea. *Emerging Markets Finance and Trade*, 51(sup3), 3-19. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2015.1039898>

- Kim, H., & Lim, C. (2010). Diversity, Outside Directors and Firm Valuation : Korean Evidence. *Journal of Business Research*, 63(3), 284-291. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2009.01.013>
- King, M. R., & Santor, E. (2008). Family Values : Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms. *Journal of Banking & Finance*, 32(11), 2423-2432. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.02.002>
- Kiptoo, I. K., Kariuki, S. N., & Ocharo, K. N. (2021). Corporate Governance and Financial Performance of Insurance Firms in Kenya. *Cogent Business & Management*, 8(1: Article 1938350), 17. <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1938350>
- Knief, U., & Forstmeier, W. (2021). Violating the Normality Assumption May Be the Lesser of Two Evils. *Behavior Research Methods*, 53, 2576-2590. <https://doi.org/10.3758/s13428-021-01587-5>
- Koudri, A. (2012). Le Marche Financier en Algérie : Situation et Perspectives. *Les Cahiers du CREAD*, 28(101), 29-44.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x>
- Krishnan, V. S., & Moyer, R. C. (1997). Performance, Capital Structure and Home Country : An Analysis of Asian Corporations. *Global Finance Journal*, 8(1), 129-143. [https://doi.org/10.1016/S1044-0283\(97\)90010-7](https://doi.org/10.1016/S1044-0283(97)90010-7)
- Kuhn, T. S. (1962). *The Structure of Scientific Revolutions*. University of Chicago Press.
- La Rocca, M. (2007). The Influence of Corporate Governance on the Relation Between Capital Structure and Value. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 7(3), 312-325. <https://doi.org/10.1108/14720700710756580>

- La Rocca, M., Neha, N., & La Rocca, T. (2020). Female Management, Overconfidence and Debt Maturity : European Evidence. *Journal of Management and Governance*, 24(3), 713-747. <https://doi.org/10.1007/s10997-019-09479-9>
- Labra, R., & Torrecillas, C. (2018). Estimating Dynamic Panel Data. A Practical Approach to Perform Long Panels. *Revista Colombiana de Estadística*, 41(1), 31-52. <https://doi.org/10.15446/rce.v41n1.61885>
- Lane, S., Astrachan, J., Keyt, A., & McMillan, K. (2006). Guidelines for Family Business Boards of Directors. *Family Business Review*, 19(2), 147-167. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2006.00052.x>
- Larose, D. T., & Larose, C. D. (2014). *Discovering Knowledge in Data : An Introduction to Data Mining* (2^e éd.). Wiley.
- Lau, L.-S., Ng, C.-F., Cheah, S.-P., & Choong, C.-K. (2019). Panel Data Analysis (Stationarity, Cointegration, and Causality). In B. Özcan & I. Öztürk (Éds.), *Environmental Kuznets Curve (EKC)* (p. 101-113). Elsevier. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-816797-7.00009-6>
- Le Moigne, J.-L. (1990). *La modélisation des systèmes complexes*. Dunod.
- Le Moigne, J.-L. (1995). *Les Épistémologies Constructivistes*. Presses Universitaires de France.
- Le Moigne, J.-L. (2001). *Le Constructivisme, Tome I: Les Enracinements*. L'Harmattan.
- Le, T. P. V., & Phan, T. B. N. (2017). Capital Structure and Firm Performance : Empirical Evidence from a Small Transition Country. *Research in International Business and Finance*, 42, 710-726. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.012>
- Le, T. P. V., & Tannous, K. (2017). Ownership Structure and Capital Structure : A Study of Vietnamese Listed Firms. *Australian Economic Papers*, 55(4), 319-344. <https://doi.org/10.1111/1467-8454.12089>

- Leca, B., & Plé, L. (2013). Une Épistémologie à Hauteur d'Homme : L'Anthropologie Interprétative de Clifford Geertz et son Apport Potentiel à la Recherche Francophone en Management. *Management Avenir*, 60(2), 35-52. <https://doi.org/10.3917/mav.060.0035>
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371. <https://doi.org/10.2307/2326770>
- Leland, H. E., & Toft, K. B. (1996). Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and the Term Structure of Credit Spreads. *The Journal of Finance*, 51(3), 987-1019. <https://doi.org/10.2307/2329229>
- Li, K., Niskanen, J., & Niskanen, M. (2019). Capital Structure and Firm Performance in European Smes : Does Credit Risk Make a Difference? *Managerial Finance*, 45(5), 582-601. <https://doi.org/10.1108/MF-01-2017-0018>
- Li, K., Yue, H., & Zhao, L. (2009). Ownership, Institutions, and Capital Structure : Evidence from China. *Journal of Comparative Economics*, 37(3), 471-490. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2009.07.001>
- Li, L., & Islam, S. Z. (2019). Firm and Industry Specific Determinants of Capital Structure : Evidence from the Australian Market. *International Review of Economics & Finance*, 59, 425-437. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.10.007>
- Li, N., & Wahid, A. S. (2018). Director Tenure Diversity and Board Monitoring Effectiveness. *Contemporary Accounting Research*, 35(3), 1363-1394. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12332>
- Li, Y., & Zhang, X.-Y. (2019). Impact of Board Gender Composition on Corporate Debt Maturity Structures. *European Financial Management*, 25(5), 1286-1320. <https://doi.org/10.1111/eufm.12214>
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *The Business Lawyer*, 48(1), 59-77.

- Liu, Y., Miletkov, M. K., Wei, Z., & Yang, T. (2015). Board Independence and Firm Performance in China. *Journal of Corporate Finance*, 30, 223-244. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.12.004>
- Liu, Y., Wei, Z., & Xie, F. (2014). Do Women Directors Improve Firm Performance in China? *Journal of Corporate Finance*, 28, 169-184. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.11.016>
- López-Gracia, J., & Sogorb-Mira, F. (2008). Testing Trade-Off and Pecking Order Theories Financing Smes. *Small Business Economics*, 31(2), 117-136.
- Machold, S., Huse, M., Minichilli, A., & Nordqvist, M. (2011). Board Leadership and Strategy Involvement in Small Firms : A Team Production Approach. *Corporate Governance: An International Review*, 19(4), 368-383. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00852.x>
- Madani, W. E., & Khlif, W. (2010). Effets de la Structure de Propriété sur la Performance des Entreprises Tunisiennes. *La Revue des Sciences de Gestion*, 243-244(3), 63-70. <https://doi.org/10.3917/rsg.243.0063>
- Mahadeo, J. D., Soobaroyen, T., & Hanuman, V. O. (2012). Board Composition and Financial Performance : Uncovering the Effects of Diversity in an Emerging Economy. *Journal of Business Ethics*, 105(3), 375-388.
- Majumdar, S. K., & Chhibber, P. (1999). Capital Structure and Performance : Evidence from a Transition Economy on an Aspect of Corporate Governance. *Public Choice*, 98, 287-305. <https://doi.org/10.1023/A:1018355127454>
- Mak, Y. T., & Kusnadi, Y. (2005). Size Really Matters : Further Evidence on the Negative Relationship Between Board Size and Firm Value. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(3), 301-318. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2004.09.002>
- Makhlouf, M. H., Laili, N. H., Basah, M. Y. A., & Ramli, N. A. (2017). Board of Directors' Effectiveness and Firm Performance : Evidence from Jordan. *Research Journal of Finance and Accounting*, 8(18), 23-34.

- Malik, M. S., & Makhdoom, D. D. (2016). Does Corporate Governance Beget Firm Performance in Fortune Global 500 Companies? *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 16(4), 747-764. <https://doi.org/10.1108/CG-12-2015-0156>
- Mard, Y., Marsat, S., & Roux, F. (2014). Structure de l'Actionnariat et Performance Financière de l'Entreprise : Le Cas Français. *Finance Contrôle Stratégie*, 17-4. <https://doi.org/10.4000/fcs.1559>
- Mard, Y., Maurice, Y., & Séverin, É. (2016). Maturité de la Dette et Structure de l'Actionnariat. *Finance Contrôle Stratégie*, 19(3). <https://doi.org/10.4000/fcs.1838>
- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2007). Capital Structure and Firm Efficiency. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(9-10), 1447-1469. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2007.02056.x>
- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance. *Journal of Banking & Finance*, 34(3), 621-632. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.08.023>
- Mariri, T., & Chipunza, C. (2011). Corporate Governance, Corporate Social Responsibility and Sustainability : Comparing Corporate Priorities within the South African Mining Industry. *Journal of Human Ecology*, 35(2), 95-111. <https://doi.org/10.1080/09709274.2011.11906395>
- Mateev, M., Poutziouris, P., & Ivanov, K. (2013). On the Determinants of SME Capital Structure in Central and Eastern Europe : A Dynamic Panel Analysis. *Research in International Business and Finance*, 27(1), 28-51. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2012.05.002>
- Matsa, D. A., & Miller, A. R. (2013). A Female Style in Corporate Leadership? Evidence from Quotas. *American Economic Journal: Applied Economics*, 5(3), 136-169.
- Maturo, F., Migliori, S., & Paolone, F. (2019). Nationality Board Diversity in Organizations : A Brief Review and Future Research Directions. In C. Flaut, Š. Hošková-Mayerová, & D.

- Flaut (Éds.), *Models and Theories in Social Systems* (p. 59-75). Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-030-00084-4_3
- Maurice, Y., Mard, Y., & Séverin, É. (2015, mai 19). Maturité de la Dette et Gouvernance d'Entreprise. *36ème congrès de l'AFC. Comptabilité, Contrôle et Audit des Invisibles, de l'Informel et de l'Imprévisible*, Toulouse, France. <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-01188805/document>
- Mayrhofer, U. (2007). Les Rapprochements d'Entreprises : Perspectives Théoriques et Managériales. *Management Avenir*, 14(4), 81-99.
- Maznevski, M. L. (1994). Understanding Our Differences : Performance in Decision-Making Groups with Diverse Members. *Human Relations*, 47(5), 531-552. <https://doi.org/10.1177/001872679404700504>
- McClelland, G. H., Irwin, J. R., Disatnik, D., & Sivan, L. (2017). Multicollinearity Is a Red Herring in the Search for Moderator Variables : A Guide to Interpreting Moderated Multiple Regression Models and a Critique of Iacobucci, Schneider, Popovich, and Bakamitsos (2016). *Behavior Research Methods*, 49(1), 394-402. <https://doi.org/10.3758/s13428-016-0785-2>
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1995). Equity Ownership and the Two Faces of Debt. *Journal of Financial Economics*, 39(1), 131-157. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00824-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00824-X)
- McGregor, D. (1960). *The Human Side of Enterprise*. McGraw-Hill.
- McKinsey and Company. (2002, juillet). *Global Investor Opinion Survey : Key Findings* [The Egyptian Institute of Directors (EIOD)]. <http://www.eiod.org/uploads/publications/pdf/ii-rp-4-1.pdf>
- Mebtoul, A. (2015, septembre). *Bourse d'Alger : Le Ministre des Finances entre l'Utopie et la Réalité Économique* [Quotidien National d'Information]. Reflexion. https://www.reflexiondz.net/BOURSE-D-ALGER-Le-ministre-des-finances-entre-l-utopie-et-la-realite-economique_a35763.html

- Mécanisme Africain d'Évaluation par les Pairs. (2007). *Rapport d'Évaluation de Pays de la République Algérienne Démocratique et Populaire* (Pays n°4 MAEP).
<https://www.aprmtoolkit.saiia.org.za/documents/country-reports-and-exper/560-algeria-aprm-crr-summary-french/file>
- Mendell, B. C., Sydor, T., & Mishra, N. (2006). Capital Structure in the United States Forest Products Industry : The Influence of Debt and Taxes. *Forest Science*, 52(5), 540-548.
<https://doi.org/10.1093/forestscience/52.5.540>
- Merendino, A., & Melville, R. (2019). The Board of Directors and Firm Performance : Empirical Evidence from Listed Companies. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 19(3), 508-551. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2018-0211>
- Merhoun, M., & Benhalima, I. (2020). L'impact des Mécanismes de Gouvernance Internes et Externes sur la Performance Financière des Banques en Algérie. *The Economic Science, Management and Business Science*, 12(3), 578-588.
- Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999). Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs : Empirical Evidence from Company Panel Data. *Small Business Economics*, 12(2), 113-130.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R. H., & Cannella, A. A. (2007). Are Family Firms Really Superior Performers? *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 829-858.
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2007.03.004>
- Miller, M. H. (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, 32(2), 261-275.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1977.tb03267.x>
- Miller, M. H. (2000). The History of Finance : An Eyewitness Account. *Journal of Applied Corporate Finance*, 13(2), 8-14. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2000.tb00050.x>
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>

- Ministère de l'Industrie, de la Petite et Moyenne Entreprise et de la Promotion et de l'Investissement. (2013). *Guide de l'Administrateur, Série: Renforcement des compétences des cadres* (DGVSEES/02/56/13).
https://www.mdipi.gov.dz/IMG/pdf/guide_de_ladministrateur_DGVSEES_2013.pdf
- Ministère de l'Industrie et des Mines. (2019). *Bulletin d'information Statistique de la PME* (N° 35). https://www.mdipi.gov.dz/IMG/pdf/Bulletin_PME_N_35_vf.pdf
- Mishra, C. S., & McConaughy, D. L. (1999). Founding Family Control and Capital Structure : The Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4), 53-64. <https://doi.org/10.1177/104225879902300404>
- Mishra, R. K., & Kapil, S. (2018). Effect of board characteristics on firm value : Evidence from India. *South Asian Journal of Business Studies*, 7(1), 41-72.
<https://doi.org/10.1108/SAJBS-08-2016-0073>
- Mizruchi, M. S. (1996). What Do Interlocks Do? An Analysis, Critique, and Assessment of Research on Interlocking Directorates. *Annual Review of Sociology*, 22, 271-298.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Mohd Ghazali, N. A. (2020). Governance and Ownership in Malaysia : Their Impacts on Corporate Performance. *Asian Journal of Accounting Research*, 5(2), 285-298.
<https://doi.org/10.1108/AJAR-03-2020-0017>
- Mostefaoui, R., & Pluchart, J.-J. (2011). La Castration des Dirigeants comme Mécanisme de Gouvernance : Cas de Deux EPE en Algérie. *Management & Avenir*, 47(7), 35-54.
<https://doi.org/10.3917/mav.047.0035>
- Mubeen, R., Han, D., Abbas, J., & Hussain, I. (2020). The Effects of Market Competition, Capital Structure, and CEO Duality on Firm Performance : A Mediation Analysis by Incorporating

- the GMM Model Technique. *Sustainability*, 12(8), 3480.
<https://doi.org/10.3390/su12083480>
- Mulyani, E., Singh, H., & Mishra, S. (2016). Dividends, Leverage, and Family Ownership in the Emerging Indonesian Market. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 43, 16-29. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2016.03.004>
- Murphy, S. A., & McIntyre, M. L. (2007). Board of Director Performance : A Group Dynamics Perspective. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 7(2), 209-224. <https://doi.org/10.1108/14720700710739831>
- Mursalim, Mallisa, M., & Kusuma, H. (2017). Capital Structure Determinants and Firms' Performance : Empirical Evidence from Thailand, Indonesia and Malaysia. *Polish Journal of Management Studies*, 16(1), 154-164. <https://doi.org/10.17512/pjms.2017.16.1.13>
- Muth, M., & Donaldson, L. (1998). Stewardship Theory and Board Structure : A contingency approach. *Corporate Governance: An International Review*, 6(1), 5-28.
<https://doi.org/10.1111/1467-8683.00076>
- Myers, S. C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Naas, A. (2003). *Le Système Bancaire Algérien : De la Décolonisation À L'économie de Marché*.
Maisonneuve et Larose.
- Nahapiet, J., & Ghoshal, S. (1998). Social Capital, Intellectual Capital, and the Organizational Advantage. *The Academy of Management Review*, 23(2), 242-266.
<https://doi.org/10.2307/259373>

- Najjar, N. J., & Petrov, K. (2011). Capital Structure of Insurance Companies in Bahrain. *International Journal of Business and Management*, 6(11), 138-145. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v6n11p138>
- Namazi, M., & Namazi, N.-R. (2016). Conceptual Analysis of Moderator and Mediator Variables in Business Research. *Procedia Economics and Finance*, 36, 540-554. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(16\)30064-8](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(16)30064-8)
- Nazir, M. S., Aslam, A., & Nawaz, M. M. (2012). The Impact of CEO Duality on Capital Structure : A Case from Non-Financial Sector of Pakistan. *American Journal of Scientific Research*, 56, 5-12.
- Nekhili, M., Chakroun, H., & Chtioui, T. (2016). Women's Leadership and Firm Performance : Family Versus Nonfamily Firms. *Journal of Business Ethics*, 153(2), 291-316. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3340-2>
- Nenu, E., Vintilă, G., & Gherghina, Ș. (2018). The Impact of Capital Structure on Risk and Firm Performance : Empirical Evidence for the Bucharest Stock Exchange Listed Companies. *International Journal of Financial Studies*, 6(2), 41-70. <https://doi.org/10.3390/ijfs6020041>
- Ngatno, N., Apriatni, E., & Youlianto, A. (2021). Moderating Effects of Corporate Governance Mechanism on the Relation Between Capital Structure and Firm Performance. *Cogent Business & Management*, 8(1 : Article 1866822), 22. <https://doi.org/10.1080/23311975.2020.1866822>
- Nguyen, H. T., & Nguyen, A. H. (2020). The Impact of Capital Structure on Firm Performance : Evidence from Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(4), 97-105. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no4.97>
- Nguyen, L., & Nguyen, C. (2020). Financial Constraints, Corporate Debt Maturity and Firm Performance : The Case of Firms in Southeast Asian Countries. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 10(1), 48-59. <https://doi.org/10.1504/AAJFA.2020.104404>

- Nguyen, T., Locke, S., & Reddy, K. (2014). A Dynamic Estimation of Governance Structures and Financial Performance for Singaporean Companies. *Economic Modelling*, 40, 1-11. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2014.03.013>
- Nguyen, T., Locke, S., & Reddy, K. (2015). Does Boardroom Gender Diversity Matter? Evidence from a Transitional Economy. *International Review of Economics & Finance*, 37, 184-202. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2014.11.022>
- Nguyen, T., & Nguyen, H.-C. (2015). Capital Structure and Firms' Performance : Evidence from Vietnam's Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 7(12), 1-10. <https://doi.org/10.5539/ijef.v7n12p1>
- Nickell, S., & Nicolitsas, D. (1999). How Does Financial Pressure Affect Firms? *European Economic Review*, 43(8), 1435-1456. [https://doi.org/10.1016/S0014-2921\(98\)00049-X](https://doi.org/10.1016/S0014-2921(98)00049-X)
- Nirajini, A., & Priya, K. B. (2013). Impact of Capital Structure on Financial Performance of the Listed Trading Companies in Sri Lanka. *International Journal of Scientific and Research Publications*, 3(5), 1-9.
- Nisiyama, E. K., & Nakamura, W. T. (2018). Diversity of the Board and Capital Structure. *Revista de Administração de Empresas*, 58(6), 551-563. <https://doi.org/DOI:http://dx.doi.org/10.1590/S0034-759020180604>
- Noulas, A., & Genimakis, G. (2011). The Determinants of Capital Structure Choice : Evidence from Greek Listed Companies. *Applied Financial Economics*, 21(6), 379-387. <https://doi.org/10.1080/09603107.2010.532108>
- Ntim, C. G., & Soobaroyen, T. (2013). Black Economic Empowerment Disclosures by South African Listed Corporations : The Influence of Ownership and Board Characteristics. *Journal of Business Ethics*, 116(1), 121-138. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1446-8>
- Nunes, P. J. M., Serrasqueiro, Z. M., & Sequeira, T. N. (2009). Profitability in Portuguese Service Industries : A Panel Data Approach. *The Service Industries Journal*, 29(5), 693-707. <https://doi.org/10.1080/02642060902720188>

- Observatoire du Climat des Affaires. (2018). *Rapport : L'Observatoire du Climat des Affaires* (N° 1 – T1). Cercle d'Action et de Réflexion autour de l'Entreprise. [h?p://care.dz/wp-content/uploads/2017/10/PREE.pdf](http://care.dz/wp-content/uploads/2017/10/PREE.pdf)
- Office National des Statistiques. ONS. (2020). *Rétrospective des Comptes Économiques de 1963 à 2018* (Collections Statistiques n° 215/2020 Série E : Statistiques Economiques n° 102). https://www.ons.dz/IMG/pdf/retrospective_comptes_economiques_1963_2018.pdf
- Office National des Statistiques. ONS. (2021). *Les Comptes Nationaux Trimestriels* (N° 932). https://www.ons.dz/IMG/pdf/CNT_1T_2021.pdf
- Ofoeda, I. (2017). Corporate Governance and Non-Bank Financial Institutions Profitability. *International Journal of Law and Management*, 59(6), 854-875. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-05-2016-0052>
- Oldroyd, J. B., & Morris, S. S. (2012). Catching Falling Stars : A Human Resource Response to Social Capital's Detrimental Effect of Information Overload on Star Employees. *The Academy of Management Review*, 37(3), 396-418.
- Organisation de coopération et de développement économiques. (2017, mai 24). *Algérie Perspectives Économiques en Afrique*. OCDE. <https://www.oecd.org/fr/pays/algerie/>
- Organisation de Coopération et de Développement Économiques. OCDE. (1999). *Principes de L'OCDE Relatifs au Gouvernement d'entreprise* (p. 50). [https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=C/MIN\(99\)6&docLanguage=Fr](https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=C/MIN(99)6&docLanguage=Fr)
- Organisation de Coopération et de Développement Économiques. OCDE. (2017). *Principes de Gouvernance d'Entreprise du G20 et de l'OCDE*. <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/9789264269514-fr.pdf?expires=1619798524&id=id&accname=guest&checksum=D456D0AC75F1AD51DD74BF68826E0846>

- Ortiz-Molina, H., & Penas, M. F. (2008). Lending to Small Businesses : The Role of Loan Maturity in Addressing Information Problems. *Small Business Economics*, 30(4), 361-383. <https://doi.org/10.1007/s11187-007-9053-2>
- Otman, K. A. M. (2014). *Corporate Governance and Firm Performance in Listed Companies in the United Arab Emirates* [Doctoral Thesis]. College of Business Victoria University of Melbourne, Australia.
- Oukaci, D., & Mahmoudia, M. (2017). La Gouvernance des Entreprises Publiques Économiques Algériennes entre la Logique Publique et la Logique Entrepreneuriale. *Revue d'économie et de statistique appliquée*, 14(2). <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/32244>
- Ould Daoud Ellili, N. O. D. (2007). La Propriété Managériale, les Caractéristiques du Conseil d'Administration et la Richesse des Actionnaires. *La Revue des Sciences de Gestion*, 224-225(2), 143-154. <https://doi.org/10.3917/rsg.224.0143>
- Oxelheim, L., & Randøy, T. (2003). The Impact of Foreign Board Membership on Firm Value. *Journal of Banking & Finance*, 27(12), 2369-2392. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(02\)00395-3](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00395-3)
- Ozkan, A. (2001). Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target : Evidence From UK Company Panel Data. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(1-2), 175-198. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00370>
- Padachi, K. (2006). Trends in Working Capital Management and its Impact on Firms' Performance : An Analysis of Mauritian Small Manufacturing Firms. *International Review of Business Research Papers*, 2(2), 45-58.
- Palacín-Sánchez, M. J., Ramírez-Herrera, L. M., & di Pietro, F. (2013). Capital structure of SMEs in Spanish Regions. *Small Business Economics*, 41(2), 503-519. <https://doi.org/10.1007/s11187-012-9439-7>
- Pareek, S., & Pasumarti, P. D. S. S. (2021). Independent Directors in India, UK and USA : An International Study. *Annals of the Romanian Society for Cell Biology*, 25(3), 9091-9106.

- Pearce, J. A., & Zahra, S. A. (1992). Board Composition from a Strategic Contingency Perspective. *Journal of Management Studies*, 29(4), 411-438. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1992.tb00672.x>
- Peck-Ling, T., Nai-Chiek, A., & Chee-Seong, L. (2016). Foreign Ownership, Foreign Directors and the Profitability of Malaysian Listed Companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 219, 580-588. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.05.037>
- Pelled, L. H., Eisenhardt, K. M., & Xin, K. R. (1999). Exploring the Black Box : An Analysis of Work Group Diversity, Conflict, and Performance. *Administrative Science Quarterly*, 44(1), 1-28. <https://doi.org/10.2307/2667029>
- Peng, M. W., Zhang, S., & Li, X. (2007). CEO Duality and Firm Performance during China's Institutional Transitions. *Management and Organization Review*, 3(2), 205-225. <https://doi.org/10.1111/j.1740-8784.2007.00069.x>
- Peni, E. (2014). CEO and Chairperson Characteristics and Firm Performance. *Journal of Management & Governance*, 18(1), 185-205. <https://doi.org/10.1007/s10997-012-9224-7>
- Perret, V., & Seville, M. (2003). Fondements Épistémologiques de la Recherche. In R.-A. Thiétart, *Méthodes de Recherche en Management* (2^e éd., p. 13-33). Dunod.
- Pfeffer, J. (1972). Size and Composition of Corporate Boards of Directors : The Organization and its Environment. *Administrative Science Quarterly*, 17(2), 218-228. <https://doi.org/10.2307/2393956>
- Pfeffer, J. (1973). Size, Composition, and Function of Hospital Boards of Directors : A Study of Organization-Environment Linkage. *Administrative Science Quarterly*, 18(3), 349. <https://doi.org/10.2307/2391668>
- Pfeffer, J., & Langton, N. (1993). The Effect of Wage Dispersion on Satisfaction, Productivity, and Working Collaboratively : Evidence from College and University Faculty. *Administrative Science Quarterly*, 38(3), 382-407. <https://doi.org/10.2307/2393373>

- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The External Control of Organizations : A Resource Dependence Perspective*. Harper and Row.
- Pi, L., & Timme, S. G. (1993). Corporate Control and Bank Efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 17(2-3), 515-530. [https://doi.org/10.1016/0378-4266\(93\)90050-N](https://doi.org/10.1016/0378-4266(93)90050-N)
- Piaget, J. (1967). *Logique et Connaissance Scientifique*. Gallimard.
- Plan d'Action du Gouvernement pour la Mise en Œuvre du Programme du Président de la République*. (2021, septembre). http://www.apn.dz/fr/images/actualits_specials_3/plan-d-action-du-gouvernement-2021-fr.pdf
- Popper, K. (1984). *L'univers Irrésolu : Plaidoyer pour L'indéterminisme*. Hermann.
- Portail Algérien des Energies Renouvelables. (2010). *Le Groupe Sonelgaz se Dote d'un Code d'Éthique*. <http://portail.cder.dz/spip.php?article796>
- Post, C., & Byron, K. (2015). Women on Boards and Firm Financial Performance : A Meta-Analysis. *Academy of Management Journal*, 58(5), 1546-1571. <https://doi.org/10.5465/amj.2013.0319>
- Pouraghajan, A., Malekian, E., Emamgholipour, M., Lotfollahpour, V., Bagheri, M., & Branch, B. (2012). The Relationship between Capital Structure and Firm Performance Evaluation Measures : Evidence from the Tehran Stock Exchange. *International Journal of Business and Commerce*, 1(9), 166-181.
- Prevost, A. K., Rao, R. P., & Hossain, M. (2002). Determinants of Board Composition in New Zealand : A Simultaneous Equations Approach. *Journal of Empirical Finance*, 9(4), 373-397. [https://doi.org/10.1016/S0927-5398\(02\)00002-6](https://doi.org/10.1016/S0927-5398(02)00002-6)
- Prior Jonson, E., McGuire, L., Rasel, S., & Cooper, B. (2020). Older Boards Are Better Boards, so Beware of Diversity Targets. *Journal of Management & Organization*, 26(1), 15-28. <https://doi.org/10.1017/jmo.2019.81>

- Provan, K. G., Beyer, J. M., & Kruytbosch, C. (1980). Environmental Linkages and Power in Resource-Dependence Relations Between Organizations. *Administrative Science Quarterly*, 25(2), 200-225. <https://doi.org/10.2307/2392452>
- Puni, A., & Anlesinya, A. (2020). Corporate Governance Mechanisms and Firm Performance in a Developing Country. *International Journal of Law and Management*, 62(2), 147-169. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-03-2019-0076>
- Purag, M. B., Abdullah, A. B., & Bujang, I. (2016). Corporate Governance and Capital Structure of Malaysian Family-Owned Companies. *Journal of Business and Retail Management Research*, 11(1), 18-30.
- Pushner, G. M. (1995). Equity Ownership Structure, Leverage, and Productivity: Empirical Evidence from Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 3(2-3), 241-255. [https://doi.org/10.1016/0927-538X\(95\)00003-4](https://doi.org/10.1016/0927-538X(95)00003-4)
- Rabhi, M. (2007, novembre 27). La Privatisation du CPA n'est pas Enterrée. *Djazairiess*. <https://www.djazairiess.com/fr/liberte/86640>
- Rabhi, M. (2015, mai 23). *Le Fonctionnement de la Bourse d'Alger Encourage la Décote des Titres*. Liberté-Algérie. <https://www.liberte-algerie.com/actualite/le-fonctionnement-de-la-bourse-dalger-encourage-la-decote-des-titres-226163>
- Rachdi, H., & El Gaied, M. (2009). L'Impact de l'Indépendance et de la Dualité du Conseil d'Administration sur la Performance des Entreprises : Application au Contexte Américain. *Revue Libanaise de Gestion et d'Économie*, 2(3), 127-150. [https://doi.org/10.1016/S1999-7620\(09\)70018-7](https://doi.org/10.1016/S1999-7620(09)70018-7)
- Raharja, B. S., & Mranani, M. (2019). The Nonlinear Effect of Debt on Firm Performance. *Jurnal Ekonomi Malaysia*, 53(3), 3-9.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>

- Rajan, R., & Winton, A. (1995). Covenants and Collateral as Incentives to Monitor. *The Journal of Finance*, 50(4), 1113-1146. <https://doi.org/10.2307/2329346>
- Ranti, U. O. (2013). The Effects of Board Size and Ceo Duality on Firms' Capital Structure : A Study of Selected Listed Firms in Nigeria. *Asian Economic and Financial Review*, 3(8), 1033-1043.
- Rao, N. V., Al-Yahyaee, K. H. M., & Syed, L. A. M. (2007). Capital Structure and Financial Performance : Evidence from Oman. *Indian Journal of Economics and Business*, 6(1), 1-14.
- Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1991). CEO Duality and Organizational Performance : A Longitudinal Analysis. *Strategic Management Journal*, 12(2), 155-160. <https://doi.org/10.1002/smj.4250120206>
- Rivas, J. L. (2012). Diversity and Internationalization : The case of Boards and TMT's. *International Business Review*, 21(1), 1-12. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2010.12.001>
- Roberts, M. R., & Whited, T. M. (2013). Endogeneity in Empirical Corporate Finance. In G. M. Constantinides, M. Harris, & R. M. Stulz (Éds.), *Handbook of the Economics of Finance* (1^{re} éd., Vol. 2A, p. 493-572). Elsevier. <https://doi.org/10.1016/B978-0-44-453594-8.00007-0>
- Robinson, G., & Dechant, K. (1997). Building a Business Case for Diversity. *The Academy of Management Executive (1993-2005)*, 11(3), 21-31.
- Roland, P. (2003). *La Gouvernance de l'Entreprise*. La Découverte.
- Roodman, D. (2009a). A Note on the Theme of Too Many Instruments. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 71(1), 135-158. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0084.2008.00542.x>
- Roodman, D. (2009b). How to do Xtabond2 : An Introduction to Difference and System GMM in Stata. *The Stata Journal*, 9(1), 86-136. <https://doi.org/10.1177/1536867X0900900106>

- Ross, S. A. (1973). The Economic Theory of Agency : The Principal's Problem. *The American Economic Review*, 63(2), 134-139.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure : The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Rouf, D. M. A. (2011). The Relationship between Corporate Governance and Value of the Firm in Developing Countries : Evidence from Bangladesh. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 5(3), 237-244. <https://doi.org/DOI:10.3923/ijaef.2011.237.244>
- Roy, A. (2016). Corporate Governance and Firm Performance : A Study of Indian Listed Firms. *Metamorphosis: A Journal of Management Research*, 15(1), 31-46. <https://doi.org/10.1177/0972622516629032>
- Ruigrok, W., Peck, S., & Tacheva, S. (2007). Nationality and Gender Diversity on Swiss Corporate Boards. *Corporate Governance: An International Review*, 15(4), 546-557. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00587.x>
- Sadaoui, F. S. F., & Khenniche, Y. K. Y. (2015). Corporate Governance Applied to the Public Sector In Algeria : The Experience of Listed Companies. *Revue Nour des études économiques*, 1(1), 181-204.
- Salaouatchi, H. S., Boualem, A., & Saibi, S. L. (2017). Mise A Niveau, Gouvernance et Performance de la PME Privée Algérienne :« Le Cas de la PME GCP « Jutop » : 2004—2014 ». *Revue des Sciences Humaines*, B(48), 107-127. <https://doi.org/10.34174/0079-000-048-078>
- Salim, M., & Yadav, R. (2012). Capital Structure and Firm Performance : Evidence from Malaysian Listed Companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 65, 156-166. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.11.105>

- Sani, A., Alifiah, M. N., & Dikko, U. M. (2020). The Dynamic Relationship Between Board Composition and Capital Structure of the Nigerian Listed Firms. *Journal of Critical Reviews*, 7(11), 621-626. <https://doi.org/DOI>: <http://dx.doi.org/10.31838/jcr.07.11.113>
- Sarkar, J., & Sarkar, S. (2008). Debt and Corporate Governance in Emerging Economies Evidence from India1. *Economics of Transition and Institutional Change*, 16(2), 293-334. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0351.2008.00307.x>
- Sarkar, S., & Zapatero, F. (2003). The Trade-off Model with Mean Reverting Earnings : Theory and Empirical Tests. *The Economic Journal*, 113(490), 834-860. <https://doi.org/10.1111/1468-0297.t01-1-00156>
- Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2007). *Research Methods for Business Students* (4^e éd.). Prentice Hall Financial Times.
- Sbai, H., & Meghouar, H. (2017). L'impact des Mécanismes de Gouvernance sur la Performance des Banques Marocaines. *Question(s) de Management*, 18(3), 173-187. <https://doi.org/10.3917/qdm.173.0173>
- Scherr, F. C., & Hulburt, H. M. (2001). The Debt Maturity Structure of Small Firms. *Financial Management*, 30(1), 85-111. JSTOR. <https://doi.org/10.2307/3666392>
- Schmidt, A. F., & Finan, C. (2018). Linear Regression and the Normality Assumption. *Journal of Clinical Epidemiology*, 98, 146-151. <https://doi.org/10.1016/j.jclinepi.2017.12.006>
- Schultz, E. L., Tan, D. T., & Walsh, K. D. (2010). Endogeneity and the Corporate Governance—Performance Relation. *Australian Journal of Management*, 35(2), 145-163. <https://doi.org/10.1177/0312896210370079>
- Schwandt, T. A. (1994). Constructivist, Interpretivist Approaches to Human Inquiry. In N. K. Denzin & Y. S. Lincoln (Éds.), *Handbook of Qualitative Research* (p. 118-137). Sage Publications, Inc.

- Sehaba, F., & Lahlou, C. (2019). Gouvernance d'Entreprise et Performance : Rôle du Conseil d'Administration d'une Entreprise Publique Algérienne. *International Journal of Business & Economic Strategy*, 10, 61-70.
- Sekak, R., Bessaih, M. N., & Krim, M. (2019, septembre 25). *Modernisation et Développement du Secteur Bancaire, Élément Essentiel du Système Financier*. CARE. <https://care.dz/lmc/developpement-et-modernisation-du-secteur-bancaire-algerien>
- Sener, P. (2014). Influence of Family Ownership and Management on Firm Performance : Evidence from Public Firms in Turkey. *Revue de L'Entrepreneuriat*, 13(3), 143-169. <https://doi.org/10.3917/entre.133.0143>
- Serfling, M. A. (2014). CEO Age and the Riskiness of Corporate Policies. *Journal of Corporate Finance*, 25, 251-273. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.12.013>
- Setia-Atmaja, L., Tanewski, G. A., & Skully, M. (2009). The Role of Dividends, Debt and Board Structure in the Governance of Family Controlled Firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(7-8), 863-898. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2009.02151.x>
- Séverin, E. (2012). Les Déterminants de la Maturité de la Dette : Le Cas Français. *La Revue des Sciences de Gestion*, 258(6), 11-24. <https://doi.org/10.3917/rsg.258.0011>
- Sewpersadh, N. S. (2019). A Theoretical and Econometric Evaluation of Corporate Governance and Capital Structure in JSE-Listed Companies. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 19(5), 1063-1081. <https://doi.org/10.1108/CG-08-2018-0272>
- Shao, L. (2019). Dynamic Study of Corporate Governance Structure and Firm Performance in China : Evidence from 2001-2015. *Chinese Management Studies*, 13(2), 299-317. <https://doi.org/10.1108/CMS-08-2017-0217>
- Sheikh, N. A., & Wang, Z. (2012). Effects of Corporate Governance on Capital Structure : Empirical Evidence from Pakistan. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 12(5), 629-641. <https://doi.org/10.1108/14720701211275569>

- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Short, J. C., McKelvie, A., Ketchen, D. J., & Chandler, G. N. (2009). Firm and Industry Effects on Firm Performance : A Generalization and Extension for New Ventures. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 3(1), 47-65. <https://doi.org/10.1002/sej.53>
- Shropshire, C. (2010). The Role of the Interlocking Director and Board Receptivity in the Diffusion of Practices. *The Academy of Management Review*, 35(2), 246-264.
- Shyu, J. (2011). Family Ownership and Firm Performance : Evidence from Taiwanese Firms. *International Journal of Managerial Finance*, 7(4), 397-411. <https://doi.org/10.1108/17439131111166393>
- Silverman, D. (1993). *Interpreting Qualitative Data : Methods for Analysing Talk, Text and Interaction* (1^{re} éd.). SAGE Publications Ltd.
- Simerly, R. L., & Li, M. (2000). Environmental Dynamism, Capital Structure and Performance : A Theoretical Integration and an Empirical Test. *Strategic Management Journal*, 21(1), 31-49. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(200001\)21:1<31::AID-SMJ76>3.0.CO;2-T](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(200001)21:1<31::AID-SMJ76>3.0.CO;2-T)
- Singh, N. P., & Bagga, M. (2019). The Effect of Capital Structure on Profitability : An Empirical Panel Data Study. *Jindal Journal of Business Research*, 8(1), 65-77. <https://doi.org/10.1177/2278682118823312>
- Smith, A. (1776). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. George Routledge.
- Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières. SGBV. (2007, 2008, 2010, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020). *Rapport d'Activité Annuel*. <https://www.sgbv.dz/?page=rapport&rap=4&lang=fr>
- Sonatrach. (2010). *Code de Conduite de Sonatrach*. <https://www.resourcedata.org/dataset/rgi-code-de-conduite-de-sonatrach/resource/97d1bf0f-1cc1-45c2-8cde-a1f9196b96fd>

- Souid, S., & Stepniewski, Y. (2010). Rôle du Conseil d'Administration et Gestion des Résultats. *La Revue des Sciences de Gestion*, 243-244(3), 35-41.
<https://doi.org/10.3917/rsg.243.0035>
- Stake, R. E. (1995). *The Art of Case Study Research*. SAGE Publications, Inc.
- Starbuck, W. (1965). Organizational Growth and Development. In J. G. March (Éd.), *Handbook of Organizations*. Rand McNally.
- Stata. (s. d.). *Panel Data Unit Root Tests*. Consulté 6 février 2022, à l'adresse <https://www.stata.com/features/overview/panel-data-unit-root-tests/>
- Stiglitz, J. E. (1969). A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem. *The American Economic Review*, 59(5), 784-793.
- Stulz, R. (1990). Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3-27. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90011-N](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90011-N)
- Sundaramurthy, C., & Lewis, M. (2003). Control and Collaboration : Paradoxes of Governance. *The Academy of Management Review*, 28(3), 397-415. <https://doi.org/10.2307/30040729>
- Tabachnick, B. G., & Fidell, L. S. (2013). *Using Multivariate Statistics* (6^e éd.). Pearson.
- Tabani, R. (2016). La Gouvernance des Entreprises Publiques Algériennes : Vers un Réexamen du Rôle de Participation de l'Etat dans la Gestion des Entreprises. *El-Tawassol: Économie, Administration et Droit*, 22(4), 306-315.
- Taherdoost, H. (2016). Sampling Methods in Research Methodology; How to Choose a Sampling Technique for Research. *International Journal of Academic Research in Management*, 5(2), 18-27. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3205035>
- Talavera, O., Yin, S., & Zhang, M. (2018). Age Diversity, Directors' Personal Values, and Bank Performance. *International Review of Financial Analysis*, 55, 60-79.
<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2017.10.007>

- Talberg, M., Winge, C., Frydenberg, S., & Westgaard, S. (2008). Capital Structure Across Industries. *International Journal of the Economics of Business*, 15(2), 181-200. <https://doi.org/10.1080/13571510802134304>
- Tari, M. L., & Attari, A. (2018). La Décision Financière et son Impact sur la Performance Financière Mesurée par la Rentabilité : Cas de l'Entreprise Nationale de Promotion Immobilière .ENPI. EPE du Secteur de L'Habitat. *Recherchers économiques manageriales*, 12(1), 257-276.
- Temmar, H. A. (2015). *l'Économie de l 'Algérie 1970 -2014 : Le Système Économique, la Transformation du cadre de Fonctionnement de l'Économie Nationale* (Tome II). Office des Publications Universitaires.
- Thakolwiroj, C., & Sithipolvanichgul, J. (2021). Board Characteristics and Capital Structure : Evidence from Thai Listed Companies. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2), 861-872. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no2.0861>
- The Cadbury Committee. (1992). *The Cadbury Report : The Financial Aspects of Corporate Governance*. <http://cadbury.cjbs.archios.info/report>
- Thietart, R.-A. (2014). *Méthodes de Recherche en Management* (4^e éd.). Dunod.
- Thompson, J. D. (1967). *Organizations in Action : Social Science Bases of Administrative Theory* (1^{re} éd.). McGraw-Hill.
- Tian, C. L., & Venard, B. (2012). Pour une Approche Contingente de la Gouvernance. *Management International*, 16(2), 25-38. <https://doi.org/10.7202/1008706ar>
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- Tongkong, S. (2012). Key Factors Influencing Capital Structure Decision and Its Speed of Adjustment of Thai Listed Real Estate Companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 40, 716-720. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.03.254>

- Torchia, M., Calabrò, A., & Huse, M. (2011). Women Directors on Corporate Boards : From Tokenism to Critical Mass. *Journal of Business Ethics*, 102(2), 299-317. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0815-z>
- Trabelsi, A. (2006). *Les Déterminants de la Structure du Capital et les Particularités du Financement dans les PME : Une Etude sur Données Françaises* [Thèse de Doctorat]. Université Paris IX Dauphine EDOGEST, France.
- Trébucq, S. (2003, mars). *La Gouvernance d'Entreprise Contemporaine, Héritière de Conflits Historiques, d'Essence Idéologique et Philosophique*. Les Neuvièmes Journées d'Histoire de la Comptabilité et du Management, Université Paris-Dauphine.
- Ujunwa, A. (2012). Board Characteristics and the Financial Performance of Nigerian Quoted Firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 12(5), 656-674. <https://doi.org/10.1108/14720701211275587>
- Ur Rehman, A., Ur Rehman, R., & Raof, A. (2010). Does Corporate Governance Lead to a Change in the Capital Structure? *American Journal of Social and Management Sciences*, 1(2), 191-195. <https://doi.org/10.5251/ajsms.2010.1.2.191.195>
- U.S. Department of State. (2018). *2018 Investment Climate Statements : Algeria*. <https://www.state.gov/reports/2018-investment-climate-statements/algeria/>
- U.S. Department of State. (2019). *2019 Investment Climate Statements : Algeria*. <https://www.state.gov/reports/2019-investment-climate-statements/algeria/>
- Van Appelghem, C. (2015). *Le Rôle et l'Efficacité du Conseil d'Administration selon sa Sympathie à l'égard du Dirigeant : Le Cas des Firmes Françaises Cotées* [Thèse de Doctorat]. Université Grenoble Alpes, France.
- Van Essen, M., van Oosterhout, J. H., & Carney, M. (2012). Corporate Boards and the Performance of Asian Firms : A Meta-Analysis. *Asia Pacific Journal of Management*, 29(4), 873-905. <https://doi.org/10.1007/s10490-011-9269-1>

- Vătavu, S. (2015). The Impact of Capital Structure on Financial Performance in Romanian Listed Companies. *Procedia Economics and Finance*, 32, 1314-1322.
[https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01508-7](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01508-7)
- Vijayakumaran, R., & Vijayakumaran, S. (2019). Leverage, Debt Maturity and Corporate Performance : Evidence from Chinese Listed Companies. *Asian Economic and Financial Review*, 9(4), 491-506.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385-417.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.005>
- Vishnani, S., & Shah, B. Kr. (2007). Impact of Working Capital Management Policies on Corporate Performance : An Empirical Study. *Global Business Review*, 8(2), 267-281.
<https://doi.org/10.1177/097215090700800206>
- Vo, H. Đ., & Phan, B. G. T. (2013). Gouvernance d'Entreprise et Performance de l'Entreprise : Preuves Empiriques du Vietnam. *Journal of Economic Development*, 218, 62-78.
<https://doi.org/DOI:10.24311/jabes/2013.218.08>
- Von Foerster, H. (1981). *Observing Systems*. Intersystems Publications.
- Von Glasersfeld, E. (1988). Introduction à un Constructivisme Radical. In P. Watzlawick, *L'invention de la réalité—Contributions au constructivisme* (p. 19-43). Seuil.
- von Glasersfeld, E. (2001). The Radical Constructivist View of Science. *Foundations of Science*, 6(1), 31-43. <https://doi.org/10.1023/A:1011345023932>
- Vu, M.-C., Phan, T. T., & Le, N. T. (2018). Relationship Between Board Ownership Structure and Firm Financial Performance in Transitional Economy : The Case of Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 45, 512-528.
<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.09.002>
- Wahyudi, S. M., & Chairunesia, W. (2019). The Effect of Good Corporate Governance on Investment Decisions and Profitability and Its Impact on Corporate Value. *International*

- Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 9(3), 140-149. <https://doi.org/10.6007/IJARAFMS/v9-i3/6353>
- Wali, ur R., Goher, F., & Mehboob, A. (2012). Impact of Debt Structure on Profitability in Textile Industry of Pakistan. *International Journal of Economics and Research*, 3(2), 61-70.
- Walsh, J. P., & Seward, J. K. (1990). On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms. *The Academy of Management Review*, 15(3), 421-458. <https://doi.org/10.2307/258017>
- Wang, C.-J. (2012). Board Size and Firm Risk-Taking. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 38(4), 519-542. <https://doi.org/10.1007/s11156-011-0241-4>
- Wang, Y., & Clift, B. (2009). Is There a “Business Case” for Board Diversity? *Pacific Accounting Review*, 21(2), 88-103. <https://doi.org/10.1108/01140580911002044>
- Ward, A. M., & Forker, J. (2017). Financial Management Effectiveness and Board Gender Diversity in Member-Governed, Community Financial Institutions. *Journal of Business Ethics*, 141(2), 351-366. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2699-9>
- Weill, L. (2008). Leverage and Corporate Performance : Does Institutional Environment Matter? *Small Business Economics*, 30(3), 251-265. <https://doi.org/10.1007/s11187-006-9045-7>
- Wellalage, N. H., & Locke, S. (2013). Women on Board, Firm Financial Performance and Agency Costs. *Asian Journal of Business Ethics*, 2(2), 113-127. <https://doi.org/10.1007/s13520-012-0020-x>
- Wen, Y., Rwegasira, K., & Bilderbeek, J. (2002). Corporate Governance and Capital Structure Decisions of the Chinese Listed Firms. *Corporate Governance: An International Review*, 10(2), 75-83. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00271>
- Westphal, J. D., & Milton, L. P. (2000). How Experience and Network Ties Affect the Influence of Demographic Minorities on Corporate Boards. *Administrative Science Quarterly*, 45(2), 366-398. <https://doi.org/10.2307/2667075>

- Williams, K. Y., & O'Reilly, C. A. (1998). Demography and Diversity in Organizations : A Review of 40 Years of Research. *Research in Organizational Behavior*, 20(3), 77-140.
- Williamson, O. E. (1967). Hierarchical Control and Optimum Firm Size. *Journal of Political Economy*, 75(2), 123-138.
- Williamson, O. E. (1988). Corporate Finance and Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 43(3), 567-591. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb04592.x>
- Windmeijer, F. (2005). A Finite Sample Correction for the Variance of Linear Efficient Two-Step Gmm Estimators. *Journal of Econometrics*, 126(1), 25-51. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2004.02.005>
- Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the Dynamics of Internal Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581-606. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.03.005>
- Wipperfurth, R. F. (1966). Financial Structure and the Value of the Firm. *The Journal of Finance*, 21(4), 615-633. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1966.tb00270.x>
- Wirtz, P. (2008). *Les Meilleures Pratiques de Gouvernance d'Entreprise*. La Découverte.
- Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. MIT Press.
- World Bank. (2020). *Doing Business :Economy Profile of Algeria*. <https://www.doingbusiness.org/en/data/exploreconomies/algeria>
- Wruck, K. H. (1990). Financial Distress, Reorganization, and Organizational Efficiency. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 419-444. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90063-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90063-6)
- Yermack, D. (1996). Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00844-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00844-5)
- Yousef, I. (2019). The Determinants of Capital Structure : Evidence from GCC and UK Real Estate Sectors. *Real Estate Management and Valuation*, 27(2), 108-125. <https://doi.org/10.2478/remav-2019-0019>

-
- Yousef, I., Almoumani, H., & Samara, I. (2020). The Impact of Internationalization of the Boardroom on Capital Structure. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(12), 307. <https://doi.org/10.3390/jrfm13120307>
- Yu, M., & Ashton, J. K. (2015). Board Leadership Structure for Chinese Public Listed Companies. *China Economic Review*, 34, 236-248. <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2015.01.010>
- Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Boards of Directors and Corporate Financial Performance : A Review and Integrative Model. *Journal of Management*, 15(2), 291-334. <https://doi.org/10.1177/014920638901500208>
- Zald, M. N. (1969). The Power and Functions of Boards of Directors : A Theoretical Synthesis. *American Journal of Sociology*, 75(1), 97-111.
- Zattoni, A., Douglas, T., & Judge, W. (2013). Developing Corporate Governance Theory through Qualitative Research. *Corporate Governance: An International Review*, 21(2), 119-122. <https://doi.org/10.1111/corg.12016>
- Zeitun, R., & Tian, G. G. (2007). Capital Structure and Corporate Performance : Evidence from Jordan. *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, 1(4), 40-53. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2496174>
- Zhang, Q., Chen, L., & Feng, T. (2014). Mediation or Moderation? The Role of R&D Investment in the Relationship between Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence from the Chinese IT Industry. *Corporate Governance: An International Review*, 22(6), 501-517. <https://doi.org/10.1111/corg.12073>

Table des Matières

Dédicaces.....	I
Remerciements	II
Liste des Tableaux.....	III
Liste des Figures.....	IV
Liste des Abréviations.....	V
Sommaire.....	VI
Résumé.....	VII
Abstract.....	VIII
Introduction générale	1
Première partie : Revue de littérature et contexte de recherche	12
Chapitre 1 : Le conseil d'administration, mécanisme de la gouvernance d'entreprise	13
1.1 Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance d'entreprise	14
1.1.1 Genèse et évolution de la gouvernance d'entreprise	14
1.1.2 Rôles du conseil d'administration dans les théories de la gouvernance	16
1.1.2.1 Le conseil d'administration dans la théorie de l'agence : Un rôle disciplinaire	17
1.1.2.2 Le conseil d'administration dans la théorie de l'intendance : Un rôle de service et de conseil....	21
1.1.2.3 Le conseil d'administration dans la théorie de la dépendance envers les ressources : Un rôle de conseil et d'accompagnement stratégique.....	22
1.1.3 Revue des études empiriques sur l'impact des caractéristiques du conseil d'administration sur la performance des entreprises	25
1.1.3.1 La taille du conseil d'administration	25
1.1.3.2 La dualité du dirigeant.....	27
1.1.3.3 L'indépendance des administrateurs.....	28
1.1.3.4 La diversité des administrateurs	29
1.2 La gouvernance de l'entreprise algérienne	33
1.2.1 Bref aperçu sur l'environnement des affaires en Algérie	33
1.2.2 Etat des lieux et évolution de la gouvernance de l'entreprise algérienne	35
1.2.3 Cadre juridique et institutionnel de la gouvernance d'entreprise en Algérie.....	44
1.2.3.1 Les droits des actionnaires et modalités d'exercice.....	47
1.2.3.2 Le conseil d'administration	51

1.2.3.3	La transparence et la diffusion de l'information.....	53
Chapitre 2	: La structure du capital au cœur de la gouvernance d'entreprise.....	55
2.1	La structure du capital dans les théories financières.....	56
2.1.1	Évolution de la pensée financière en matière de l'explication de la structure du capital	56
2.1.1.1	La neutralité de la structure du capital dans la théorie néoclassique	56
2.1.1.2	L'intégration de la fiscalité et son impact sur la neutralité de la structure du capital	59
2.1.1.2.1	Fiscalité sur les sociétés	59
2.1.1.2.2	Fiscalité des investisseurs.....	60
2.1.1.3	L'intégration des coûts de faillite et la théorie des compromis	61
2.1.1.4	Asymétrie d'information et son impact sur la structure du capital	62
2.1.1.4.1	Conflits d'agence, structure du capital et valeur de la firme	62
2.1.1.4.2	Coûts d'agence des fonds propres (conflits de type I).....	63
2.1.1.4.3	Coûts d'agence de la dette (conflits de type II)	64
2.1.1.4.4	Coûts d'agence et structure du capital optimale	65
2.1.1.5	La structure du capital comme un mécanisme de signalisation	66
2.1.1.6	Explication de l'endettement dans la théorie hiérarchique de financement (POT).....	67
2.1.2	Le rôle de la structure du capital dans la gouvernance d'entreprise	68
2.1.3	Revue des études empiriques sur l'impact de la dette sur la performance	70
2.1.3.1	Études des entreprises internationales	71
2.1.3.1.1	Relation linéaire positive.....	71
2.1.3.1.2	Relation linéaire négative.....	72
2.1.3.1.3	Autres relations	73
2.1.3.2	Études des entreprises algériennes	76
2.2	L'environnement financier de l'entreprise algérienne.....	77
2.2.1	Le système bancaire	78
2.2.1.1	Évolution institutionnelle du système bancaire algérien	78
2.2.1.2	Diagnostic du système bancaire actuel	84
2.2.2	Le marché financier.....	88
2.2.2.1	Évolution du marché financier algérien.....	89
2.2.2.2	Les intervenants du marché boursier	92
2.2.2.2.1	L'autorité du marché	92
2.2.2.2.2	Les entreprises du marché	92

2.2.2.2.3	Les professionnels du marché	93
2.2.2.3	Les marchés de la bourse d'Alger	95
2.2.2.3.1	Le marché des titres de capital	95
2.2.2.3.2	Le marché des titres de créance.....	97
2.2.2.4	Les obstacles au développement du marché financier algérien	101
Conclusion de la première partie.....		105
Deuxième partie : Analyse empirique des relations entre les caractéristiques du conseil d'administration, la structure du capital et la performance financière des entreprise algériennes		106
Chapitre 3 : Hypothèses et méthodologie de la recherche		107
3.1	Cadre conceptuel et développement des hypothèses	108
3.1.1	Cadre conceptuel de la recherche.....	108
3.1.2	Développement des hypothèses.....	109
3.1.2.1	Les hypothèses relatives à la structure du capital	110
3.1.2.2	Les hypothèses relatives aux caractéristiques du conseil d'administration	114
3.1.2.2.1	La taille du conseil d'administration	114
3.1.2.2.2	La dualité du dirigeant.....	117
3.1.2.2.3	L'indépendance des administrateurs	120
3.1.2.2.4	La diversité du conseil d'administration	123
3.1.2.2.4.1	La diversité des genres.....	124
3.1.2.2.4.2	La diversité des nationalités.....	128
3.1.2.2.4.3	La diversité des âges	130
3.1.2.3	Les hypothèses relatives à la médiation et à la modération	133
3.2	Épistémologie et méthodologie de la recherche	137
3.2.1	Le cadre épistémologique.....	137
3.2.1.1	Les paradigmes épistémologiques	138
3.2.1.1.1	Le positivisme	138
3.2.1.1.2	Le constructivisme	139
3.2.1.1.3	L'interprétativisme	140
3.2.1.2	Choix de la posture épistémologique.....	142
3.2.2	Le cadre méthodologique	143
3.2.2.1	Choix de l'approche quantitative.....	143
3.2.2.2	Échantillon et source de données.....	144

3.2.2.3	Modèle de recherche.....	146
3.2.2.4	Opérationnalisation des variables	147
3.2.2.4.1	Les variables de la performance financière	148
3.2.2.4.2	Les variables de la structure du capital.....	148
3.2.2.4.3	Les variables du conseil d'administration	149
3.2.2.4.4	Les variables liées aux spécificités de l'entreprise	150
3.2.2.5	Analyse des données.....	158
3.2.2.5.1	Statistiques descriptives	158
3.2.2.5.2	Traitement des valeurs aberrantes et transformation des données.....	158
3.2.2.5.3	Tests des hypothèses du modèle linéaire	159
3.2.2.5.3.1	La stationnarité.....	160
3.2.2.5.3.2	La linéarité	161
3.2.2.5.3.3	La normalité.....	161
3.2.2.5.3.4	La multi-colinéarité.....	162
3.2.2.5.3.5	L'hétéroscédasticité	163
3.2.2.5.3.6	L'autocorrélation.....	164
3.2.2.5.3.7	L'endogénéité	164
3.2.2.5.4	Méthode de l'estimation.....	165
Chapitre 4	: Analyse et interprétation des résultats	171
4.1	Présentation des résultats.....	172
4.1.1	Analyse préliminaire des données.....	172
4.1.1.1	Statistiques descriptives.....	172
4.1.1.2	Transformation des données et test de normalité des variables	176
4.1.1.3	Les hypothèses de la régression.....	177
4.1.1.3.1	La stationnarité.....	178
4.1.1.3.2	La normalité des résidus.....	178
4.1.1.3.3	La multi-colinéarité	179
4.1.1.3.4	L'hétéroscédasticité.....	182
4.1.1.3.5	L'autocorrélation.....	182
4.1.1.3.6	L'endogénéité.....	183
4.1.2	Analyse multivariée.....	184
4.1.2.1	Le modèle linéaire	184

4.1.2.1.1	L'impact de la structure du capital et du conseil d'administration sur la performance des entreprises	186
4.1.2.1.2	L'impact du conseil d'administration sur la structure du capital	189
4.1.2.1.3	L'effet médiateur de la structure du capital sur la relation entre le conseil d'administration et la performance financière	191
4.1.2.1.4	L'effet modérateur du conseil d'administration sur la relation entre la structure du capital et la performance financière	193
4.1.2.2	Le modèle non linéaire	196
4.1.2.2.1	L'impact non linéaire de la structure du capital et du conseil d'administration sur la performance des entreprises	197
4.1.2.2.2	L'impact non linéaire du conseil d'administration sur la structure du capital	199
4.1.3	Tests de robustesse	201
4.2	Discussion des résultats	204
4.2.1	Impact de la structure du capital sur la performance financière	204
4.2.2	Impact des caractéristiques du conseil d'administration sur la performance financière	207
4.2.2.1	La taille du conseil d'administration	207
4.2.2.2	La dualité du dirigeant	208
4.2.2.3	L'indépendance des administrateurs	209
4.2.2.4	La diversité des genres	210
4.2.2.5	La diversité des nationalités	211
4.2.2.6	La diversité des âges	212
4.2.3	Impact des caractéristiques du conseil d'administration sur la structure du capital	213
4.2.3.1	La taille du conseil d'administration	213
4.2.3.2	La dualité du dirigeant	214
4.2.3.3	L'indépendance des administrateurs	215
4.2.3.4	La diversité des genres	215
4.2.3.5	La diversité des nationalités	216
4.2.3.6	La diversité des âges	217
4.2.4	Impact des spécificités de l'entreprise sur la structure du capital et la performance financière	217
4.2.4.1.1	La taille de l'entreprise	217
4.2.4.1.2	L'âge de l'entreprise	218
4.2.4.1.3	La nature de propriété	219
4.2.4.1.4	Les garanties	220

4.2.4.1.5	La liquidité	220
4.2.4.1.6	Les opportunités de croissance	221
4.2.4.1.7	Le secteur d'activité et les variables muettes de l'année	222
4.2.5	Médiation et/ou modération dans les relations entre la structure du capital, le conseil d'administration et la performance financière	222
4.2.6	Synthèse des résultats de l'étude	223
Conclusion de la deuxième partie		226
Conclusion générale		227
Bibliographie		237
Table des Matières		297
Annexes		303

Annexes

Annexe 1 : Guide d'entretien

Nous vous remercions d'avoir accepté de répondre à cet entretien qui fait partie d'une recherche dans le cadre d'élaboration d'une thèse de doctorat en vue de l'obtention du diplôme de docteur en sciences de gestion. Cette recherche vise à comprendre les relations entre le conseil d'administration, la structure du capital et la performance financière des entreprises algériennes.

Dans le cadre de cet entretien, nous souhaitons que vous nous fournissiez quelques renseignements sur votre entreprise notamment en matière de la composition du conseil d'administration.

Je tiens à vous rappeler que cet entretien est anonyme. Vos réponses seront utilisées uniquement à des fins scientifiques et ne seront jamais reliées à vos nom et prénom.

Pouvez-vous me communiquer le nombre d'administrateurs au sein du conseil d'administration de votre entreprise (y compris le président du conseil), leur genre, âge et nationalité sur la période 2015- 2019 ?

Parmi les membres du conseil d'administration durant la période 2015-2019, y a-t-il ceux qui exercent des fonctions exécutives au sein de l'entreprise ?

Pouvez-vous me préciser si les fonctions du directeur général et du président du conseil d'administration sont cumulées au sein de votre entreprise durant la période 2015-2019?

Votre entreprise est-elle familiale? Si oui, les actionnaires familiaux détiennent ils 50% ou plus du capital ?

Pouvez-vous me fournir les états financiers de votre entreprise relatifs à la période allant de 2015 à 2019 ?

Avez-vous quelque chose à ajouter que nous n'aurions pas évoqué ?

Annexe 2 : Procédure de collecte de données

En utilisant la base de données Kompass ainsi que les annuaires des entreprises algériennes tels que « el Mouchir » de la chambre algérienne de commerce et d'industrie, nous avons collecté les coordonnées des entreprises algériennes (des mails, des adresses, des numéros de téléphone, les sites internet des entreprises...). Sur la base de ces informations nous avons contacté les

entreprises pour collecter les données nécessaires à la réalisation de cette étude. Certaines entreprises nous ont fournis des documents internes (liste des administrateurs, statut des administrateurs au sein de l'entreprise, liste du personnels exécutifs, des extraits de naissance des administrateurs, des états financiers...). D'autres nous ont communiqué directement les informations demandées via le guide d'entretien sans transmission de documents internes. Il est important de signaler que la majorité des entreprises ont préféré l'anonymat et ont refusé la diffusion publique de leurs données. Après avoir collecté les informations relatives au conseil d'administration, nous avons utilisé le portail « Sidjilcom » du CNRC pour la collecte des données financières.

Annexe 3 : Choix de la méthode d'estimation

Cette étude vérifie dans un premier temps la validité de la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO) à travers la vérification des hypothèses du modèle de régression linéaire gaussien ou classique (CLRM), à savoir le test de normalité des résidus, le test de multi-colinéarité, le test d'hétéroscédasticité, le test d'autocorrélation, et le test d'endogénéité. Le principal problème rencontré dans cette étude est l'endogénéité vérifiée économétriquement à travers le test de Durbin-Wu-Hausman (DWH). Par conséquent, l'utilisation de la méthode MCO dans cette recherche conduit à des résultats biaisés (à cause de la violation de l'hypothèse de l'exogénéité des régresseurs). Bien que le modèle à effets individuels fixes permette de régler le problème de l'endogénéité lié à l'hétérogénéité inobservée, sa validité exige que la valeur actuelle des variables indépendantes soit complètement indépendante de la valeur passée de la variable dépendante, ce qui n'est pas le cas dans les modèles de recherche de cette étude. Le modèle à effets fixes est donc biaisé car le terme d'erreur est corrélé à la variable dépendante retardée dans l'équation transformée (Dang et al., 2015). Par conséquent, la méthode à effets fixes n'est pas adéquate pour nos modèles dynamiques.

L'approche des variables instrumentales (IV) telle que la méthode des doubles moindres carrés (2SLS) offre une solution au problème de l'endogénéité. Néanmoins, l'application de cette méthode est difficile car elle nécessite de trouver des instruments externes valides, ce qui est extrêmement difficile notamment dans l'analyse de la relation entre la gouvernance et la performance (Wintoki et al., 2012). En outre, l'utilisation de cette méthode sur de petits échantillons est problématique car l'efficacité asymptotique s'améliore avec l'utilisation de plusieurs instruments pour la même variable endogène (un modèle suridentifié) alors que dans des échantillon finis, plusieurs d'instruments n'est pas nécessairement meilleur et peut même exacerber le biais inhérent à la méthode des doubles moindres carrés (Roberts & Whited, 2013).

D'un autre côté, la méthode 2SLS ne traite que l'endogénéité issue de l'hétérogénéité inobservée et la simultanéité mais pas l'endogénéité dynamique (Nguyen et al., 2015). Vu que les relations analysées dans cette étude ont un caractère dynamique, cette méthode est donc inappropriée pour notre étude. La méthode la plus adéquate pour l'analyse des données de panels dynamiques qui se caractérisent par un court horizon temporel est la méthode GMM (Bond, 2002; Roodman, 2009b). La littérature récente considère que cette méthode est la plus adaptée pour pallier les trois sources d'endogénéité qui caractérisent la relation entre la gouvernance et la performance, la raison pour laquelle nous retenons la méthode GMM comme la méthode d'estimation principale dans cette étude.

Annexe 4: Liste de certaines entreprises de l'échantillon

SPA SEMOULERIE INDUSTRIELLE DE LA MITIDJA SIM AGRO	SPA OMNIUM DE LA CHIMIE ET DE L'EMBALLAGE
SPA METIDJI HOLDING	SPA RACINAUTO
SPA INNOVA CONSTRUCTION	SPA CMACGM ALGERIE
CHIALI TUBES SPA	SPA FORPIEUX
CHIALI SERVICES SPA	SPA FABRICATION ALGERIENNE DE COLLE BELCOL
CHIALI PROFIPLAST SPA	SPA FERME BENSABA
AMENHYD SPA	SPA DISTRIM
KHENTEUR COMPOSANTS AUTOMOBILES SPA	SPA TMF LOGISTICS
SPA MAMI	SPA N'GAOUS CONSERVES
SPA FADERCO	SPA ALLIANCE CHIMIE ALGERIE
SPA EASY FARMA	SPA NESTLE WATERS ALGERIE
SPA SENSUS	SPA FROMAGERIE BEL ALGERIE
SPA SHAUKAT AND RAZA ALGERIE	SPA PROFERT

EMPLOITIC	SPA BIOREAL CHIFFA
EL KHABAR SPA	SPA CONCORDAL
AFRIDAT SPA	SPA KADIS DISTRIBUTION
MAERSK ALGERIE SPA	SPA FRUITAL
YOUKAIS SPA	SPA COLPA
SPA COMPTOIR DES EPICES C.D.E	SPA GIG GROUPE INDISTRUEL GOUMIDI
SALAH PLAST	SPA IRRIGOUT
SPA ELSECOM MOTORS	SPA DANONE DJURDJURA ALGERIE
SPA TANNERIE MEGISSERIE	FLASH ALGERIE