

**Le dirigeant marocain face à la théorie de l'agence : quelle discipline pour
quel résultat ?**

**The Moroccan manager faced with the agency theory: which discipline for
which result?**

BENGHAZALA Zakaria

Professeur Assistant ENCG Settat, Université Hassan I,
Chercheur au laboratoire LARFAGO, chercheur associé au laboratoire FARGO- Dijon
z.benghazala@gmail.com

BENARBI Houda

Professeur Assistant ENCG El Jadida, Université Chouaib Doukkali,
Chercheur au laboratoire LERSEM-UCD
houdabenarbi@gmail.com

LOTFI Said

Professeur Assistant FSJES Ain Chock, Université Hassan II,
Chercheur au laboratoire FBGR-FSJESAC
Said.lotfi@gmail.com

Résumé :

Conformément aux enseignements de la théorie d'agence, les dirigeants utilisent des marges discrétionnaires pour maximiser leur intérêt au détriment des intérêts des actionnaires, ce qui entraîne des coûts d'agence. Ces derniers peuvent être, dans une certaine mesure, évités par le recours à des mécanismes de contrôle du comportement du dirigeant.

Jensen (1986) propose l'endettement comme un mécanisme de contrôle approprié pour discipliner les dirigeants et les contraindre à agir dans l'intérêt des actionnaires. Demsetz (1983), Shleifer et Vishny (1986), ainsi que Agrawal et Mandelker (1990) suggèrent que la concentration du capital est un gage d'efficacité du contrôle de la gestion des dirigeants par les actionnaires. Ces deux variables, l'endettement et la concentration du capital, sont donc supposées être des variables d'action utilisées par les actionnaires pour réduire la latitude discrétionnaire du dirigeant et s'approprier la valeur.

L'objectif de cet article est de mettre en exergue l'incidence de ces mécanismes de contrôle des décisions du dirigeant dont disposent les actionnaires sur la création de la valeur actionnariale des entreprises marocaines cotées.

Mots-clés : *mécanismes de gouvernance, valeur ajoutée actionnariale, endettement, concentration de capital, bourse de Casablanca.*

Abstract

Based on the premises of the agency theory, managers use discretionary margins to maximize their interest at the expense of shareholders interests, which may incur agency costs. To some extent, such costs can be avoided through the implementation of mechanisms that allow to control the behavior of the manager.

Jensen (1986) proposes indebtedness as an appropriate control mechanism to discipline managers and compel them to act in the interest of shareholders. Demsetz (1983), Shleifer and Vishny (1986), and Agrawal and Mandelker (1990) suggest that the concentration of capital is a guarantee of effective control of shareholder's management. These two variables, debt and capital concentration, are therefore assumed to be action variables used by shareholders to reduce the manager's discretionary leverage and take control of value.

The objective of this article is to highlight the impact of these mechanisms on controlling the decisions of the shareholder's manager on the creation of shareholder value of Moroccan listed companies.

Keywords : Capital concentration, Casablanca stock exchange, debt, Governance mechanisms, shareholder added value .

Introduction :

Le problème de la séparation des fonctions de la propriété (assomption du risque) et de la gestion constitue le point central dans la théorie positive de l'agence dans sa version originelle. Jensen et Meckling (1976), bien qu'ils s'en inspirent, vont au-delà de l'analyse proposée par Alchian et Demsetz (1972) sur les droits de propriété en insistant sur le statut de la firme comme nœud de contrats entre les différents acteurs, *inter alia*, les employés. En effet, au lieu de poser le problème du contrôle dans les situations de l'*output* commun (dans le fameux exemple de l'équipe de production), Jensen et Meckling étendent leur cadre d'analyse à l'ensemble des contrats générant ou non une production commune. Fama (1980) ajoute que Alchian et Demsetz (1972) devaient différencier le manager du créancier résiduel dans leur définition de la firme pour mieux rendre compte de sa forme managériale moderne occultée dans la théorie des droits de propriété.

La dimension contractuelle induit des coûts d'agence liés aux éventuelles divergences d'intérêts entre les parties contractantes. Ces coûts existent dans toutes les organisations, qu'il s'agisse des universités, des coopératives... La définition de la relation d'agence s'avère donc centrale dans l'explication de l'émergence des formes organisationnelles comme modes de résolution des conflits d'intérêts.

Par relation d'agence, et en se basant sur la définition de Ross (1973), Jensen et Meckling entendent tout contrat par lequel une ou plusieurs personnes (appelé(es) principal ou principaux) engagent une autre personne (appelée agent) pour effectuer certaines tâches en leurs noms, ce qui nécessite une délégation d'une partie du pouvoir décisionnel à l'agent. Sous l'hypothèse de maximisation de son utilité, l'agent peut ne pas avoir intérêt à agir pour maximiser l'utilité du principal.

Ce conflit d'intérêt engendre des coûts dits « d'agence » que le principal essaie de réduire au travers des mécanismes d'incitation et de contrôle. L'agent, à son tour, peut engager des dépenses, appelées coûts de dédouanement pour démontrer sa bonne volonté au principal. Les coûts d'agence ne peuvent être nuls dans la mesure où il en existe une quantité donnée que les frais engagés pour la réduire sont supérieurs à la valeur de la perte qu'elle entraîne. Autrement dit, le principal opère un arbitrage entre les coûts d'agence et les coûts engageables pour les réduire et choisit la solution la plus rentable. On ne met en place des mécanismes pour réduire

un coût d'agence que si la perte engendrée par ce coût est supérieure aux frais de mise en œuvre du mécanisme.

Ces coûts d'agence sont, dans une certaine mesure, évités par le biais de mécanisme de contrôle du comportement du dirigeant notamment l'endettement et la concentration du capital. Beaucoup de travaux récents continuent à s'intéresser à la mesure de l'efficacité de tels mécanismes (Feki et Khoufi (2008), Khoufi N. et Khoufi W. (2016), Nkakleu R. et *al.* (2016), Nouha, K., & Walid, K. (2016), Zhou W. et Kapoor G. (2011)).

L'objectif de cet article est de mettre en exergue l'incidence de l'endettement et de la concentration du capital, comme mécanismes de contrôle des décisions du dirigeant dont disposent les actionnaires, sur la création de la valeur actionnariale des entreprises marocaines cotées. L'apport scientifique de cette recherche réside d'une part dans le terrain d'étude où l'on n'a jamais testé ces mécanismes de gouvernance. D'autre part, nous déployons de nouvelles mesures utilisées pour opérationnaliser la création de richesse actionnariale, à travers notamment la mesure de Fernandez et Villanueva (2005).

I. Revue de la littérature et formulation des hypothèses

Selon Jensen et Meckling (1976), le conflit d'intérêts majeur entre actionnaire et le dirigeant non propriétaire découle de la diminution des incitations de ce dernier à développer des activités génératrices de bénéfices futurs et à envisager des décisions d'investissement qui vont permettre d'assurer la pérennité des dividendes. Ces activités nécessitent des efforts trop importants et deviennent simplement contraires à la garantie du bien-être immédiat du dirigeant, ce qui se traduit généralement par une diminution de la valeur de l'entreprise.

Parmi les mécanismes proposés dans la littérature pour réduire la latitude discrétionnaire des dirigeants, on peut citer à juste titre l'endettement et la concentration du capital.

1.1. L'endettement comme mécanisme de gouvernance interne d'entreprise

Selon la théorie d'agence, la séparation de la propriété et du management augmente le potentiel d'opportunisme des dirigeants et rend bénéfique pour les actionnaires la mise en place de mécanismes afin de limiter une telle possibilité. L'endettement apparaît comme un

moyen efficace permettant de résoudre les conflits d'intérêts qui peuvent surgir entre les actionnaires et les dirigeants.

En effet, en cas d'émission de dette, le dirigeant est contraint de faire face aux versements des échéances pour rémunérer et rembourser cette dette (Jensen et Meckling, 1986), d'être plus performant (Grossman et Hart, 1982), de limiter son comportement discrétionnaire sur les *free cash-flows* (Jensen, 1986) et Stulz (1990)) et de signaler aux *outsiders* la qualité de la firme (Ross, 1977).

L'endettement constitue ainsi un mécanisme de discipline en raison du risque de défaillance qu'il engendre, limitant l'incitation des dirigeants d'agir dans leurs propres intérêts et à consommer la marge d'autofinancement dégagée par l'entreprise dans des projets idiosyncratiques. Ainsi, en accroissant les engagements de l'entreprise vis-à-vis des créanciers financiers, le dirigeant, d'une part, accroît la probabilité de faillite, et d'autre part le remboursement de la dette et le paiement des intérêts constituent des sorties de fonds obligatoires qui contraignent le dirigeant à ne pas gaspiller l'excédent de trésorerie.

Ainsi, l'endettement, comme mécanisme de gouvernance efficace, devraient réduire les coûts associés aux conflits d'intérêts et, donc, maximiser la richesse des actionnaires (Andre et Schiehl, 2004).

Par ailleurs, l'endettement permet de partager le contrôle entre les bailleurs de fonds et les actionnaires. Ceux-ci sont enclins à déléguer une partie du contrôle aux bailleurs de fonds dans la mesure où les coûts qui lui sont associés seront répartis sur les parties prenantes proportionnellement aux risques qu'ils encourent.

De ces points de vue, l'endettement est considéré comme un facteur permettant de réduire les coûts d'agence et en conséquence un partage de la rente plus favorable aux actionnaires.

Ce qui nous amène à dire que :

***H1* : L'endettement, comme mécanisme disciplinaire du dirigeant, croît la valeur ajoutée actionnariale.**

1.2. Le rôle de la concentration du capital dans le contrôle du comportement du dirigeant

Le lien entre le capital dispersé et le pouvoir discrétionnaire du dirigeant a été largement débattu théoriquement. Shleifer et Vishny (1997), Laporta et al. (1998, 1999, 2000), Demsetz (1983), Agrawal et Mandelker (1990) et Faccio et al. (2002) ont montré que la concentration

du capital permet aux actionnaires d'une entreprise de mieux contrôler le dirigeant. Ces auteurs démontrent que la concentration du capital est un signe d'efficacité du contrôle de la gestion des dirigeants par les actionnaires. En effet, dans une firme où le capital est très dilué, un actionnaire, à lui seul, n'a aucunement intérêt à investir dans le contrôle des dirigeants. Ce faisant, il sera le seul à en supporter le coût alors que son action profitera, sans frais, à l'ensemble des actionnaires (Zéghal et al. 2006). Dans ce sens, Charléty (2001) ajoute que les actionnaires détenant une part significative du capital pourront trouver intérêt à assumer le contrôle des dirigeants dans la mesure où ils s'approprient une part non négligeable des bénéfices supplémentaires ainsi réalisés. Dès lors, ils seront incités à davantage d'activisme de façon à orienter la stratégie de la société dans le sens d'une meilleure valorisation de leurs titres et défendent ainsi « l'intérêt commun des actionnaires ».

En effet, la loi 17-95 sur la société anonyme dans son article 157 a prévu que lorsque « *Un ou plusieurs actionnaires représentant au moins le dixième du capital social peuvent demander au président du tribunal, statuant en référé, la désignation d'un ou plusieurs experts chargés de présenter un rapport sur une ou plusieurs opérations de gestion... Ce rapport est adressé au demandeur, au conseil d'administration, ou au directoire, et au conseil de surveillance ainsi qu'aux commissaires aux comptes. Il doit être obligatoirement mis à la disposition des actionnaires en vue de la prochaine assemblée générale, en annexe au rapport du ou des commissaires aux comptes* ».

Somme toute, la spoliation par l'agent-dirigeant diminue quand le capital est concentré entre les mains d'un nombre limité d'actionnaires. Nous nous attendons, dans cette configuration, à une migration de la richesse créée vers le créancier résiduel.

H2 : la concentration du capital est associée positivement à la valeur ajoutée actionnariale.

II. Méthodologie

La méthodologie développée consiste à mesurer l'incidence de l'endettement et de la concentration du capital, comme mécanismes de contrôle du dirigeant, sur la création de la valeur actionnariale des entreprises marocaines cotées, grâce à un portefeuille de 51 entreprises marocaines cotées, sur une période d'investigation de deux ans, de 2013 à 2014. Une démarche statistique explicative, reposant sur régression linéaire a été mise en œuvre à cette fin.

2.1. Sélection de la population étudiée et données

La méthode de sélection consiste à retenir l'ensemble des entreprises marocaines cotées à la bourse de Casablanca. Nous avons d'abord éliminé les sociétés n'ayant pas fait l'objet d'une cotation permanente sur les deux années retenues comme champ temporel d'investigation de l'analyse empirique, soit de 2013 à 2014 (entreprises introduites en bourse ou, à l'inverse, radiées de la cote en cours de période, entreprises en situation de cessation de paiement ou placées en redressement judiciaire). Ensuite, nous avons retiré les banques, établissements de crédit, sociétés de financement, compagnies d'assurances, compte tenu de leurs caractéristiques financières spécifiques (Rajan & Zingales, 1995). Ceci nous a permis d'aboutir à une population de 51 entreprises cotées.

2.2. Description des variables et statistiques descriptives

Les variables introduites dans notre modèle de régression se présentent comme suit :

- Variable expliquée (VAA)

A l'instar de Fernandez et Villanueva (2005), nous avons défini la création de valeur actionnariale comme la différence entre la richesse détenue par les actionnaires à la fin d'une année donnée et celle qu'ils détenaient une année auparavant. Cet indicateur est calculé comme suit :

$$\begin{aligned} \text{VAA} = & \text{l'augmentation de la valeur de marché des capitaux} \\ & + \text{dividendes reçus au cours de N} \\ & - \text{paiements reçus de la part des actionnaires} \\ & + \text{les autres montants reçus (remboursement du capital...)} \\ & - \text{conversion de débentures convertibles} \end{aligned}$$

Autrement, la création de valeur pour l'actionnaire est définie par :

$$\text{VAA 2014} = \text{SVA 2014} - (\text{EMV}_{2013} * \text{Ke})$$

Avec,

EMV, Capitalisation boursière de la société à la date d'arrêt du bilan

SVA, valeur actionnariale ajoutée (variation de la richesse des actionnaires entre n et $n-1$).

SVA 2014, obtenue à partir de la formule suivante : $EMV\ 2014 - EMV\ 2013 + \text{dividendes de 2013 versés en 2014} - |\Delta \text{ capital social et primes d'émission entre 2013 et 2014}|$.

Pour évaluer le K_e (rentabilité des capitaux propres), nous avons utilisé le MEDAF et avons pris la rentabilité du MASI de 2013 et 2014 comme indicateur de la rentabilité du marché. Pour la rentabilité de l'actif sans risque, nous avons considéré la rémunération des bons de trésor étatique sur 52 semaines de chacune des années concernées.

- Variables explicatives

Les variables suivantes ont été définies :

- **L'endettement (ENDET)**

La variable ENDET correspond au ratio d'endettement qui est calculé ainsi :

Valeur comptable de la dette / (Valeur comptable de la dette + capitalisation boursière)

- **Concentration du capital (CC)**

La variable CC est mesurée par le pourcentage de capital détenu par les 5 plus grands actionnaires (Sahut et Gharbi, 2010).

- Variables de contrôle

Pour expliquer l'incidence de l'endettement et de la concentration du capital sur la création de la richesse actionnariale, nous avons ajouté des variables de contrôle. Ces variables sont celles identifiées par la littérature, à l'instar de Ball et Shivakumar (2005), Wang (2006) et MardetMarsat (2012). Il s'agit de :

- La taille de l'entreprise (**TA**) : La variable **TA** est considérée comme une variable de contrôle importante pour notre étude. En effet, une taille réduite implique un contrôle plus important des actionnaires. Les entreprises de faible taille, sont supposées présenter des problèmes d'agence moins importants que les autres, étant donné que le contrôle de l'action des dirigeants semble plus aisé. La taille est mesurée par le logarithme népérien du total actif.
- Secteur d'activité (**SECTEUR**): la création de valeur actionnariale pourrait être

influencée par la nature du secteur étudié. Nous avons distingué trois secteurs (1- Industrie, 2-Commerce et 3-services) pour neutraliser l'effet sectoriel sur le comportement des variables explicatives. Ryans et Witting (1985) soutiennent le fait que les valorisations boursières des entreprises d'un groupe stratégique ont tendance à évoluer dans le même sens.

Tableau 1 : Présentation des variables de l'étude

Variable expliquée	Mesure
VAA	Valeur ajoutée actionnariale 2014
Variables explicatives	Mesure
ENDET	Ratio d'endettement : Dettes/(Dettes + valeur de marché des capitaux)
CC	Concentration du capital : % capital détenu par les 5 plus grands actionnaires
Variables de contrôle	Mesure
TA SECTEUR	Taille : Log total actif Secteur

Le tableau ci-après présente les statistiques descriptives des variables retenues.

Tableau 2 : Analyse descriptive de l'échantillon

Statistiques descriptives			
	Moyenne	Ecart-type	N
VAA	845 254 626,951	3 034 977 619,030	51
SECTEUR	1,29	,610	51
TA	8,227514722536	0,710204702540	51
CC	73,980	12,8724	51
ENDET	21,1015204	15,56619993	51

En moyenne, les cinq plus grands actionnaires des entreprises marocaines cotées détiennent 74% du capital. Pour sa part, l'endettement pèse en moyenne 21% de la structure financière de ces entreprises.

III. Résultats et discussion

L'objectif de cette étude est d'analyser l'impact combiné de l'endettement et de la concentration du capital sur la valeur ajoutée actionnariale.

Sur la base d'une régression linéaire appliquée au portefeuille des entreprises marocaines cotées à la bourse des valeurs de Casablanca, nous avons obtenu des résultats qui seront présentés et interprétés dans ce qui suit :

Tableau 3 : Résultats Moindres Carrés Ordinaires

Récapitulatif des modèles ^c

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Changement dans les statistiques				
					Variation de R-deux	Variation de F	ddl1	ddl2	Sig. Variation de F
1	,607 ^a	,369	,343	2 460 755 673,92655	,369	14,029	2	48	,000
2	,621 ^b	,385	,332	2 480 857 318,89437	,016	,613	2	46	,546

a. Valeurs prédites : (constantes), TA, SECTEUR

b. Valeurs prédites : (constantes), TA, SECTEUR, ENDET, CC

c. Variable dépendante : VAA

La variable dépendante a été testée sur la base des deux blocs de variables indépendantes. Le premier bloc contient les deux variables de contrôle retenues, à savoir SECTEUR et TA. Le second bloc contient, en plus des variables de contrôle, les variables explicatives que sont CC et ENDET.

Dans le premier bloc, nous obtenons un R^2 de 0,369. Nous pouvons donc dire que nos variables de contrôle expliquent à 36,9 % la Valeur Ajoutée Actionnariale de la population d'entreprises étudiée.

Dans le second bloc, nous obtenons un R^2 de 0,385. Nous pouvons donc dire que les variables explicatives et de contrôle, toutes combinées, expliquent à 38,5 % la Valeur Ajoutée Actionnariale de la population d'entreprises étudiée.

La variation de R^2 entre les deux blocs s'établit à 0,016. Nous constatons, alors, que l'incrément explicatif des deux variables explicatives de notre modèle ne dépasse pas 1,6%.

Pour leur part, les coefficients standardisés permettent de connaître le sens de la relation entre chaque variable explicative et la variable dépendante (relation positive ou négative). La valeur absolue de ces coefficients permet de déterminer le poids relatif des variables dans le modèle.

Le tableau suivant présente les résultats de obtenus de ces coefficients.

Tableau 4 : Coefficients standardisés et seuils de signification

		Coefficients ^a							
Modèle	Coefficients standardisés	t	Sig.	Corrélations			Statistiques de colinéarité		
	Bêta			Corrélation simple	Partielle	Partie	Tolérance	VIF	
1	(Constante)		-4,446	,000					
	SECTEUR	,275	2,341	,023	,379	,320	,268	,954	1,049
	TA	,486	4,136	,000	,545	,513	,474	,954	1,049
2	(Constante)		-4,224	,000					
	SECTEUR	,261	2,172	,035	,379	,305	,251	,926	1,080
	TA	,515	4,165	,000	,545	,523	,482	,875	1,143
	CC	-,035	-,287	,775	,151	-,042	-,033	,911	1,098
	ENDET	-,130	-1,094	,280	-,085	-,159	-,127	,952	1,051

a. Variable dépendante : VAA

Les coefficients standardisés obtenus montrent un impact négatif, quoi que très faible de l'endettement (-13%) et de la concentration du capital (-3,5%) sur la valeur ajoutée actionnariale. Aussi les deux variables précitées dépassent le plafond de signification fixé (5%), affichant 28% et 77,5% respectivement pour l'endettement et de la concentration du capital, ce qui montre que la corrélation de ces deux variables avec la valeur ajoutée actionnariale n'est pas significative.

Somme toute, les deux hypothèses H1 et H2 ne sont pas vérifiées dans le contexte marocain. Les différents résultats obtenus neutralisent l'effet de l'endettement et de la concentration du capital comme composantes essentielles des mécanismes de gouvernance recommandés par la théorie positive de l'agence de Jensen et Meckling (1976). Ils viennent aussi à l'opposé des résultats similaires menés sur d'autres marchés financiers.

Conclusion

L'objet de cette étude était de dégager l'influence de l'endettement et de la concentration du capital sur la création de valeur actionnariale des entreprises cotées à la bourse des valeurs de Casablanca. A partir d'une population de 51 entreprises cotées, nous arrivons à conclure que ces deux mécanismes n'influencent pas de façon significative la création de richesse pour l'actionnaire.

Les raisons de la neutralité de ces mécanismes relativement à la création de valeur actionnariale peuvent être nombreuses. D'abord, le manque de liquidité du marché financier donnerait lieu à des cours boursiers ne reflétant pas la vraie valeur des entreprises cotées, et donc ne permettant pas une mesure précise de la création de richesse. Aussi, les banques

peuvent ne pas être motivées à exercer un contrôle auprès des entreprises du fait, d'une part, du coût y est associé et, d'autre part, des garanties significativement importantes exigées pour la couverture de leurs engagements envers ces entreprises. Les autres bailleurs de fonds (obligataires par exemple) peuvent ne pas disposer des informations nécessaires pour exercer un tel contrôle. Enfin, il y a lieu de supposer que les managers sont capables de neutraliser l'effet des mécanismes de contrôle en adoptant des stratégies d'enracinement qui limiteraient le pouvoir disciplinaire de ces mécanismes. Ce dernier point pourrait faire l'objet d'analyse visant à mesurer l'effet de telles stratégies sur la limitation de l'efficacité des mécanismes de gouvernance prescrits par la théorie de l'agence.

Néanmoins, la recherche comporte des limites qu'il convient de souligner en vue de mieux saisir la portée des résultats. La première limite concerne le nombre limité d'entreprises (51) prises en compte dans notre échantillon. Dans le prolongement de ce travail, nous comptons mener cette étude sur un échantillon d'entreprises plus large en intégrant les entreprises non financières de la région MENA, ce qui va contribuer au renforcement de nos résultats. Une deuxième limite concerne le modèle proposé qui n'intègre pas, faute de données, tous les mécanismes de contrôle de la gestion des dirigeants. La composition du conseil d'administration et l'actionnariat des dirigeants constituent les deux principaux systèmes de contrôle absents dans cette étude.

Bibliographie

Ryans, A. and D.Witting (1985), in Caby, J. hirigoyen G., (2005). Création de valeur et gouvernance de l'entreprise, édEconomica, Paris, 2005.

Agrawal, A. and Mandelker, G. N. (1990). Large shareholders and the monitoring of managers: The case of antitakeover charter amendments. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 25(02), 143-161.

Alchian, A. and Demsetz, H. (1972). Production, information costs, and economic organization. *The American economic review*, 62(5), 777-795.

Andre, P. and Schiehl, E. (2004). Systèmes de gouvernance, actionnaires dominants et performance future des entreprises. *Finance Contrôle Stratégie*, 7(2), 165-193.

Ball, R. and Shivakumar, L., (2005). Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics* 39(1), 83-128.

Charléty, P. (2001). Le gouvernement d'entreprise: évolution en France depuis le rapport Viénot de 1995. *Revue d'économie financière*, 25-34.

Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *The Journal of law and economics*, 26(2), 375-390.

Faccio M. and L. Lang, (2002), The ultimate ownership in western European corporations, *Journal of Financial Economics*, 65, 365-395.

Fama, E. F., (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The journal of political economy*, 288-307.

Feki A. et Khoufi W. (2008). « L'effet des caractéristiques du conseil d'administration et de la qualité de l'information financière sur le coût de la dette » Working Paper.

Fernandez P. and Villanueva A. (2005), « Eurostoxx50: 1997 – 2004. Shareholder Value Creation in Europe », IESE Business School, University of Navarra, Working Paper n° 583, février.

Fernandez, P. (2015). A definition of shareholder value creation. Available at SSRN 268129.

Fernandez, P., and Villanueva, A. (2004). Shareholder value creation in Europe–EuroStoxx 50: 1997-2003. Social Science Research Network.

Grossman, S., and Hart, O. (1982). Corporate financial structure and managerial incentive. *The Economics of Information and Uncertainty*.

Jensen, M. C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review*, 76(2).

Jensen, M. C., and Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

Khoufi N. et Khoufi W. (2016). « Le rôle des mécanismes de gouvernance dans la prévention de la fraude managériale » Working Paper.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., and Shleifer A., (1999a), Corporate ownership around the world, *The Journal of Finance*, 54, 471-518.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. and Vishny R.W., (1998), Law and finance, *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1150.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. and Vishny R.W., (2000a), Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. and Vishny R.W., (1997), Legal determinants of external finance, *Journal of Finance*, 52, 1131-1150.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. and Vishny R.W., (1999b), Investor Protection and Corporate Valuation, Harvard University, Mimeo.

La Porta, R., Florencio L., Shleifer A., and Vishny R.W., (2000b), Agency problems and dividend policies around the world, *Journal of Finance*, 55, 1-33.

Mard, Y., et Marsat, S. (2012). Gestion des résultats comptables et structure de l'actionnariat: le cas français. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 18(3), 11-42.

Nkakleu R., AssoumouMenye O. et GuetsopSateu F. A., (2016), « Gouvernance et performance économique des entreprises au Cameroun », *Revue Sciences, Technologies et Développement*, Volume 17, pp35-38.

Nouha, K., & Walid, K. (2016). « Le rôle des mécanismes de gouvernance dans la prévention de la fraude managériale ». *Management Accounting Research*.

Rajan, R. G., and Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.

Ross S. A., (1973), The economic theory of agency: The principal's problems, *American Economic Review*, 63, 134-139.

Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 23-40.

Sahut, J. M., et Gharbi, H. O. (2010). Activisme des investisseurs institutionnels: cadre général et facteurs d'influence. *La Revue des sciences de gestion*, (3), 25-33.

Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1986). Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy* 94(3): 461-489.

Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26, 3-28.

Zhou W. and Kapoor G. (2011). « Detecting evolutionary financial statement fraud », *Decision Support Systems* 50, 570-575.

Zéghal, D. M., Chtourou, S., and Fourati, Y. M. (2006, May). Impact de la structure de propriété et de l'endettement sur les caractéristiques du conseil d'administration : étude empirique dans le contexte d'un pays émergent. In *COMPTABILITE, CONTROLE, AUDIT ET INSTITUTIONS* (pp. CD-Rom).