

UNIVERSITE CHEIKH ANTA DIOP DE DAKAR



ECOLE DOCTORALE SCIENCES JURIDIQUES, POLITIQUES, ECONOMIQUES ET DE
GESTION (EDJPEG)



FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES ET DE GESTION (FASEG)

Année : 2019

N° d'ordre : 000334

THESE DE DOCTORAT

Formation doctorale : Finance d'Entreprise et Financement de l'Economie

Présentée par : **ADEROMOU Babarindé René**

Effets dynamiques des facteurs institutionnels et du *Business Model* sur les performances des sociétés non-financières cotées sur la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM)

Soutenue le 08 juin 2019, devant le jury composé de :

Président : **M. Mouhamed El Bachir WADE**, Professeur, Université Cheikh Anta Diop, Dakar, Sénégal.

Rapporteurs : **M. Jean-Michel SAHUT**, Professeur, IDRAC Business School, Lyon, France.

M. Seydou SANE, Maître de Conférences Agrégé, Université Gaston Berger, Saint-Louis, Sénégal.

M. Ndiouma NDOUR, Maître de Conférences Agrégé, Université Assane SECK, Ziguinchor, Sénégal.

Directeur : **M. Mahmoudou Bocar SALL**, Maître de Conférences Agrégé, Université Cheikh-Anta-Diop, Dakar, Sénégal

AVERTISSEMENT

L'Université Cheikh Anta Diop de Dakar n'entend donner aucune approbation ou improbation aux opinions émises dans les thèses. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

DEDICACE

Je dédie cette thèse à mes parents et à toutes celles et tous ceux qui, dans le monde des chercheurs, font parler la science en soustrayant la pensée à l'influence du sentiment et à l'arbitraire de la volonté.

REMERCIEMENTS

Je souhaite, tout d'abord, remercier Monsieur Mahmoudou Bocar SALL, Maître de Conférence Agrégé des Sciences de Gestion, pour la confiance spontanée qu'il m'a accordée en acceptant de diriger cette thèse ainsi que pour ses conseils et son soutien tout au long de ces années de recherche. Il m'a fait découvrir des chercheurs qui font parler la science en soustrayant la pensée à l'influence du sentiment et à l'arbitraire de la volonté. Que les bénédictions soient !

Je remercie les membres du jury qui ont évalué mon travail et plus particulièrement les Professeurs Jean-Michel SAHUT, Seydou SANE et Ndiouma NDOUR qui ont accepté d'en être les rapporteurs, malgré leurs contraintes de calendrier. Je remercie particulièrement le Professeur Mouhamed El Bachir WADE pour avoir accepté de présider ce jury de soutenance.

J'exprime ma reconnaissance au Professeur François Joseph CABRAL, Directeur de l'EDJPEG, pour tout ce qu'il fait en direction de toutes les doctorantes et tous les doctorants ainsi que pour l'évolution de la science. Je remercie toute l'équipe du laboratoire « Finance d'Entreprise et Financement de l'Economie » ainsi que celle du laboratoire « Finances, Organisation, Contrôle et Stratégie », pour l'ambiance du travail. Je suis particulièrement reconnaissant du cadre de travail que m'a offert l'équipe du laboratoire « Finances, Organisation, Contrôle et Stratégie » lors des préparatifs de cette soutenance.

Je tiens à remercier Monsieur McClelland H. Gary, Professeur Emérite de l'Université de Colorado Boulder et Monsieur Michel Allen J., Professeur de l'Université de Boston, pour leurs réponses à chaque fois que je sollicite leur expertise via courriel. J'exprime ma gratitude au Professeur N'DRI Konan Léon qui a guidé mes premiers pas vers cet immense exercice.

Je voudrais aussi remercier Madame Pauline ATIUKPE et, à travers elle, toutes les autorités de la BRVM, pour m'avoir permis de consulter la base de données financières de cette institution. Je voudrais remercier tous les Professeurs qui m'ont prodigué de nombreux et précieux conseils lors des ateliers doctoraux auxquels j'ai participé. Je tiens également à remercier les Docteurs Alain Latoundji BABATOUNDE, Patrice Aimé AGOSSOU, Boris Odilon KOUNAGBE, VIGAN Fanou Arsène E., etc. pour m'avoir guidé.

J'exprime ma profonde gratitude au Professeur Bertrand SOGBOSSI BOCCO pour ses questions d'ordre motivateur et ses encouragements à chaque fois qu'il en a l'occasion. Je tiens également à exprimer mes reconnaissances à mes Oncles Jima Vincent ABIOLA et Kolawolé IDJI (mes papas), au Dr. ELEGBEDE Adébo Félix et à Monsieur KOUCHELE ASSOUMA Soufiane ainsi Monsieur Tahirou Kalam, pour les encouragements et soutiens qu'ils m'ont donnés pour pouvoir finir cette thèse.

Toute ma reconnaissance à mon épouse et à mes enfants pour leur courage lors de mes absences répétées dans le cadre de cette recherche. Je remercie tout particulièrement Madame SARR khady, Chef de Service scolarité à la FASEG-UCAD, celle que j'appelle affectueusement Maman, pour son accompagnement continu. Je tiens à remercier le frère Boris-Enock ZINSOU et la sœur Bernice ADEOYE ainsi que Sandra Koumondji qui m'ont accueilli à Dakar pendant les derniers mois qui m'ont permis de finaliser cette thèse.

Je remercie, enfin, tous les frères et amis et toutes ces personnes qui m'ont accompagné dans le cadre de cette recherche.

SIGLES ET ABREVIATIONS

AB	: Arellano-Bond
AH	: Anderson-Hsiao
ASB	: Accounting Standards Board
AUDCIF	: Acte Uniforme relatif au Droit Comptable et à l'Information Financière
AUSGIE	: Acte Uniforme révisé relatif au Droit des Sociétés Commerciales et du Groupement d'Intérêt Economique
BB	: Blundell-Bond
BM	: Business Model
BPA	: Bénéfice Par Action
BRVM	: Bourse Régionale des valeurs Mobilières
BVMAC	: Bourse des Valeurs Mobilières de l'Afrique Centrale
CA	: Conseil d'Administration
CAE	: Communauté d'Afrique de l'Est
CEMAC	: Communauté Économique et Monétaire de l'Afrique Centrale
CMP	: Coût Moyen Pondéré.
CR	: Conseil Régional
CREPMF	: Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers
DG	: Directeur Général
EFRAG	: European Financial Reporting Advisory Group
EVA	: Economic Value Added
FCP	: Fonds Commun de Placement
FRC	: Financial Reporting Council
GMM	: Generalized Method of Moments
IASB	: International Accounting Standards Board
ICAEW	: Institute of Chartered Accountants in England and Wales
ICV	: Indice de Création de Valeur
IFRS	: International Financial Reporting Standards
IIRC	: International Integrated Reporting Council
ISS	: Institutional Shareholders service
JSE	: Johannesburg Securities Exchange
LSDV	: Least Square Dummy Variable

LSDVC	: Corrected Least Square Dummy Variable
LSF	: Loi de Sécurité Financière
MEDAF	: Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers
MVA	: Market Value Added
NEPAD	: Nouveau Partenariat pour le développement de l'Afrique
NGSE	: Nigerian Stock Exchange
NICE	: Novelty, lock-In), complementarity and Efficiency
NICEC	: Novelty, lock-In), complementarity, Efficiency and Intent Accounting
NRE	: Nouvelles Régulations Economiques
OCDE	: Organisation de Coopération et de Développement Economiques
OHADA	: Organisation pour l'Harmonisation en Afrique du Droit des Affaires
OPCVM	: Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
PCA	: Président du Conseil d'Administration
PDG	: Président Directeur Général
PER	: Price Earnings Ratio
PSCGT	: Private Sector Corporate Governance Trust
R&D	: Recherche et Développement
RSE	: Responsabilité Sociale de l'Entreprise
SARL	: Société à Responsabilité Limitée
SEM	: Structural Equation Modeling
SICAV	: Sociétés d'Investissement à Capital Variable
UEMOA	: Union Economique et Monétaire Ouest-Africaine
UMOA	: Union Monétaire Ouest-Africaine
VBA	: Valeur Boursière Ajoutée
VC	: Valeur comptable
VM	: Valeur de Marché

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1 : Les niveaux et les propriétés du concept de <i>Business Model</i>	53
Tableau 2 : Contributions des parties prenantes au processus de création de valeur.....	57
Tableau 3 : Mesures de performance selon les approches ex post et ex ante	60
Tableau 4: Comparaison internationale de la protection des investisseurs	152
Tableau 5 : Evolution des opérations boursières de 1998 à 2015	154
Tableau 6 : Tableau de répartition des sociétés de l'échantillon d'étude.....	155
Tableau 7 : Répartition du capital entre les quatre premiers actionnaires des sociétés de l'échantillon de l'étude.....	156
Tableau 8 : Orientation et tensions épistémologiques	160
Tableau 9 : Type d'opérations et types de données	163
Tableau 10 : Idées reçues sur les données secondaires.....	170
Tableau 11 : Récapitulatif des mesures de la Gouvernance d'entreprise.....	176
Tableau 12 : Mesure de la protection des investisseurs	177
Tableau 13 : Les indicateurs de mesure du Business Model (voir le détail des items en annexe) ..	179
Tableau 14 : Indicateurs de mesure de la performance opérationnelle et de la performance boursière.	182
Tableau 15 : Les indicateurs de mesure des variables de contrôle	184
Tableau 16 : Résumé des problèmes relatifs à l'évaluation de la médiation, conséquences préjudiciables pour les conclusions de fond et solutions proposées.	206
Tableau 17 : Synthèses des régressions	218
Tableau 18 : Statistiques descriptives des variables de mesure des performances opérationnelle et boursière	221
Tableau 19 : Statistiques descriptives des variables mesurant les facteurs institutionnels.....	223
Tableau 20 : Statistiques descriptives des <i>design themes</i> du Business Model des sociétés	224
Tableau 21 : Statistiques descriptives des variables de contrôle.....	225
Tableau 22 : Résultats de la régression estimant le lien entre le degré de protection des investisseurs minoritaires et les pratiques de gouvernance	226
Tableau 23 : Résultats de la régression estimant l'effet de la séparation des fonctions de dirigeant et de président du conseil d'administration et les performances des sociétés.	230
Tableau 24 : Résultats de la régression estimant le lien entre la forme bicamérale du conseil d'administration et les performances opérationnelle et boursière.....	231
Tableau 25 : Résultats de la régression estimant le lien entre la taille du conseil d'administration et les performances opérationnelle et boursière	233
Tableau 26 : Résultats de la régression estimant le lien entre la présence d'investisseurs financiers et institutionnels et les performances opérationnelle et boursière	235
Tableau 27 : Résultats des régressions estimant la concentration de l'actionnariat et les performances opérationnelle et boursière des sociétés	236
Tableau 28 : Résultats Modèle de régression additive (Additive Regression ADD).....	238
Tableau 29 : Régression Multiple Modérée	240
Tableau 30 : Synthèse de l'effet modérateur de la présence des investisseurs financiers et institutionnels	241
Tableau 31 : Résultats de l'équation de la régression de la performance opérationnelle par la transparence	244

Tableau 32 : Résultats de l'équation de la régression des performances opérationnelle et boursière par les pratiques de rémunération	245
Tableau 33 : Résultats de l'équation de la régression des performances opérationnelle et boursière par les pratiques éthiques et RSE	246
Tableau 34 : Résultats des équations de la régression de la perception de performance par le Business Model	248
Tableau 35 : Résultats de l'équation de la régression des performances opérationnelle et boursière par la protection des investisseurs minoritaires	249
Tableau 36 : Résultats de l'équation de la régression de l'indice de gouvernance par la protection des investisseurs minoritaires.....	250
Tableau 37 : Résultats de l'équation de la régression des performances opérationnelles et boursière par l'indice de gouvernance et la protection des investisseurs minoritaires.	251
Tableau 38 : Résultats de l'équation de la régression des performances par l'indice de gouvernance.....	253
Tableau 39 : Résultats estimant la régression du Business Model par l'indice global de gouvernance.....	254
Tableau 40 : Résultats estimant la régression des performances par l'indice de gouvernance et le Business Model.....	255
Tableau 41 : Synthèse de l'état des hypothèses émises.....	280
Tableau 42 : Cadres de divulgation du Business Model	292

LISTE DES FIGURES

Figure 1 : L'économie néo-institutionnelle selon Williamson 1993.....	23
Figure 2 : Transactions de valeur dans le BM multi-face de Wakfu	51
Figure 3 : Les axes du triangle de la performance	68
Figure 4 : La logique stratégique et de pouvoir des parties prenantes.....	77
Figure 5 : Le modèle input-output des parties prenantes	78
Figure 6 : Le processus d'institutionnalisation de l'éthique au sein d'une organisation	105
Figure 7 : Business Model et création de valeur	124
Figure 8 : Evolution du nombre de sociétés et titres cotés de 1998 à 2015	155
Figure 9 : Evolution des indices boursiers de 1998 à 2015.....	157
Figure 10 : Construction de l'objet de la recherche dans l'approche post-positiviste	165
Figure 11 : Design de la recherche	167
Figure 12 : Modèle de recherche.....	187
Figure 13 : Approche mixte parallèle convergente avec transformation de données.....	199
Figure 14 : Différentes étapes des tests d'hétérogénéité.....	201
Figure 15 : Procédure statistique de test de modération.....	209
Figure 16 : Effet modérateur de la présence d'investisseurs financiers et institutionnels dans la relation entre la concentration de l'actionnariat et la performance opérationnelle (DROA).....	241
Figure 17 : Effet modérateur de la présence d'investisseurs financiers et institutionnels dans la relation entre la concentration de l'actionnariat et la performance boursière (DTobinQ)	242
Figure 18 : Schémas de l'effet médiateur des pratiques globales de gouvernance dans la relation entre la protection des investisseurs minoritaires et les performances des sociétés	252
Figure 19 : Schémas de l'effet médiateur des pratiques globales de gouvernance dans la relation entre la protection des investisseurs minoritaires et les performances des sociétés	256

RESUME

L'objectif de cette thèse est de déterminer les effets des facteurs institutionnels et du *Business Model* des sociétés non-financières cotées sur la BRVM sur leurs performances. En utilisant les estimateurs dynamiques LSDVC et GMM sur les données de panel de 26 sociétés cotées sur la période de 2000 à 2014, plusieurs résultats sont obtenus. Les résultats montrent que les pratiques de gouvernance adoptées par ces sociétés sont dépendantes de la protection des investisseurs et, la concentration de l'actionnariat constitue une réponse à une faible protection des investisseurs. Les résultats indiquent aussi un effet négatif et significatif de la séparation des fonctions de Directeur et de Président du Conseil d'Administration sur les performances et confirment ainsi la théorie *stewardship*. L'adoption d'une forme bicamérale de conseil d'administration affecte négativement la performance opérationnelle et positivement la performance boursière. La concentration de l'actionnariat a un effet positif sur les performances opérationnelle et boursière. La présence d'investisseurs financiers et institutionnels affecte positivement la performance opérationnelle de ces sociétés et modère négativement la relation positive entre la concentration de l'actionnariat et leurs performances opérationnelle et boursière. Plus ces sociétés tendent à être transparentes, plus leur performance opérationnelle augmente. Les résultats postulent également que l'indice global de gouvernance assure un rôle de médiation totale entre la protection des investisseurs et les performances. Le Business Model (innovation, complémentarité output et comptabilité d'intention) des sociétés affecte positivement les performances et joue un rôle de médiation partielle entre les pratiques globales de gouvernance et la performance opérationnelle. Q de Tobin ne serait pas la meilleure mesure du choix des investisseurs à la lecture du Business Model publié par les sociétés. Cette thèse plaide à la non-généralisation de toutes les pratiques de gouvernance à tous les marchés boursiers en Afrique comme certaines études tendent à le faire.

Mots clés : Gouvernance d'entreprise - Protection des investisseurs - Business Model - Société non financière cotée - Performances.

ABSTRACT

The purpose of this thesis is to investigate the effects of the institutional factors and Business Model of non-financial firms listed on the Regional Stock Exchange (BRVM) on their operating and stock market performances. Using dynamic panel data estimators (LSDVC and GMM) of 26 listed firms over the period 2000 to 2014, several results are obtained. The results show that the governance practices adopted by these firms are highly dependent on investor protection; and the concentration of ownership is a response to weak investor protection. The results also show a negative and significant effect of the separation of the functions of Director and Chairman of the Board of Directors on performance and thus confirm the *stewardship* theory. The adoption of a bicameral form of board negatively affects the operating performance and positively the stock market performance. The ownership concentration has a positive effect on operating and stock market performance. The presence of financial and institutional investors positively affects companies' operating performance and negatively moderates the positive relationship between ownership concentration and operating and stock market performances. The more firms tend to be transparent, the higher their operating performance. The results also show that the global governance index ensures a full mediating role between investor protection and performance. The Business Model (innovation, output complementarity and intent accounting) of firms positively affects performance and plays a partial mediating role between global governance practices and operating performance. Tobin's Q would not be the best measure of investor choice when reading the Business Model published by companies. This thesis argues for the non-generalization of all governance practices to all stock markets in Africa as some studies tend to do.

Keywords: Corporate governance - Investor protection - Business Model, Non-financial listed corporations - Performance.

SOMMAIRE

INTRODUCTION GENERALE	1
PREMIERE PARTIE : FACTEURS INSTITUTIONNELS, <i>BUSINESS MODEL</i> ET PERFORMANCES DES SOCIETES : APPROCHE THEORIQUE.....	20
CHAPITRE 1 : Cadre théorique d'analyse des concepts Facteurs institutionnels-Business Model-Performance	22
SECTION 1 : Les facteurs institutionnels et le Business Model : notions principales contenues dans la question.....	23
SECTION 2 : Concept de la performance des entreprises.....	59
CHAPITRE 2 : Les dimensions institutionnelles et stratégiques de la performance et hypothèses de recherche.....	83
SECTION 1 : Dimensions institutionnelles de la performance	84
SECTION 2 : Lien entre Business Model, marchés boursiers et Performances.....	124
SECONDE PARTIE : FACTEURS INSTITUTIONNELS, <i>BUSINESS MODEL</i> ET PERFORMANCES : CONTEXTE INSTITUTIONNEL ET APPROCHE EMPIRIQUE	145
CHAPITRE 3 : Contexte institutionnel et méthodologique de la recherche	147
SECTION 1 : Positionnement épistémologique, contexte institutionnel et méthodes	148
SECTION 2 : Modèles d'analyse et méthodes de tests empiriques.....	199
CHAPITRE 4 : Présentation, analyse et discussion des résultats	220
SECTION 1 : Présentation des résultats	221
SECTION 2 : Discussion et portée des résultats	257
CONCLUSION GENERALE.....	283
REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES	297

INTRODUCTION GENERALE

La théorie néo-institutionnelle tente d'expliquer le phénomène de l'homogénéité dans les organisations et l'influence de l'environnement et des arrangements institutionnels. Selon North (1990), l'environnement renvoie aux règles du jeu ; c'est-à-dire les règles politiques, sociales et légales qui délimitent et soutiennent l'activité transactionnelle des acteurs, alors que les arrangements renvoient aux modes d'utilisation de ces règles par les acteurs, ou plus exactement, aux modes d'organisation des transactions dans le cadre desdites règles. En effet, les performances des entreprises vont être dépendantes, non seulement, des pratiques de gouvernance encadrées par la réglementation et/ou adoptées par les entreprises, mais aussi de la manière dont les transactions sont organisées pour générer des revenus ; c'est-à-dire du Business Model de l'entreprise.

Le Business Model devient, de plus en plus, une nouvelle unité d'analyse et met l'accent sur une approche holistique au niveau du système des entreprises pour expliquer comment elles «font des affaires»; comment la valeur est créée, et non seulement comment elle est capturée (Zott et al., 2011). En conséquence, les institutions inefficaces vont être considérées comme la cause profonde des différences économiques entre les sociétés ; le Business Model et les pratiques de gouvernance de l'entreprise permettront d'adapter l'activité transactionnelle au type d'environnement (par exemple le degré de protection des investisseurs) dans lequel elles évoluent.

Dans cette logique, Aguilera et Jackson (2003) ont développé un modèle théorique pour décrire et expliquer la variation de la gouvernance d'entreprise entre les économies par une approche institutionnelle «centrée sur les acteurs» en identifiant les relations sociales et les arrangements institutionnels comme déterminants qui contrôlent la gouvernance des entreprises. Ils expliquent les pratiques de gouvernance d'entreprise en termes de facteurs institutionnels qui déterminent la manière dont les intérêts des acteurs sont définis (« construits socialement ») et représentés.

Ainsi, les pratiques de gouvernance des entreprises sont expliquées par des éléments du cadre juridique, politique, concurrentiel et la participation des « investisseurs institutionnels » (Caby, 2003). Mais, malgré la convergence des recommandations pratiques et théoriques, les études consacrées à la comparaison des systèmes de gouvernance des entreprises mettent en évidence des situations contrastées.

Le mode d'organisation des transactions par les entreprises pour créer de la richesse va au-delà de la gouvernance et intègre le Business Model de l'entreprise. Le Business Model est la

manière dont les entreprises créent de la richesse (Amit & Zott, 2001; Jensen, 2013; Warnier et al. 2004; Zott et al., 2011). Pour Coissard et al. (2016), les parties prenantes sont l'élément central de toute approche en termes de Business Model. Les organisations adressent des propositions de valeurs, pouvant être positives, nulles ou négatives, à l'ensemble de leurs parties prenantes. Ces dernières interagissent avec l'ensemble d'autres variables caractéristiques du Business Model. C'est à travers un design regroupant innovation, lock-in, complémentarité et efficience que la performance est établie en liaison avec les parties prenantes (Afuah, 2004; Amit & Zott, 2010; Brøndum et al., 2015; Eyquem-Renault, 2011; Haslam et al., 2015).

Globalement, la gouvernance d'entreprise implique un ensemble de relations entre la direction d'une société, son conseil d'administration, ses actionnaires et d'autres parties prenantes. Elle fournit également la structure à travers laquelle sont fixés les objectifs de l'entreprise et les moyens par lesquels ces objectifs sont déterminés (OCDE, 2004; Shleifer & Vishny, 1997). Elle est déterminée par l'environnement et les arrangements institutionnels dont principalement la protection des investisseurs qui détermine la facilité à pouvoir faire les affaires dans un pays (Charreaux, 2004; La Porta et al., 1997; O'Connor et al., 2014). Cela implique le contrôle de la performance des entreprises à travers les modes de transaction avec les acteurs, donc le Business Model. Ce qui signifie que la gouvernance d'entreprise (Aggarwal et al., 2011; Hasan et al., 2014; Jadhav & Katti, 2012; Khatab et al., 2011; Stafsudd, 2009) et le Business Model des entreprises sont devenus des moyens essentiels pour accélérer la performance des entreprises et la croissance économique.

Suffit-il d'adopter des pratiques de gouvernance en réponse à un environnement juridique défaillant pour garantir la performance des entreprises ? Dans quelles mesures les arrangements institutionnels favorisent-ils la performance des entreprises ? La réponse à ces questions ne pourra être donnée que dans un contexte bien précis. Cette thèse est circonscrite dans le contexte des sociétés non-financières cotées sur la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières et soulève la problématique de l'articulation facteurs institutionnels-Business Model-performance exposée à travers les paragraphes qui suivent.

1- Problème et questions de recherche

La création de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM) s'inscrit dans la nouvelle logique financière induite par la libéralisation financière. Les marchés financiers, par leurs organes de contrôle, ont pour vocation entre autres, la protection des actionnaires et la vérification de la transparence de l'information ; les exigences et contraintes qu'ils imposent

aux dirigeants des entreprises inciteraient ces derniers à faire davantage preuve de prudence dans les choix stratégiques. La conduite de l'entreprise et les choix stratégiques opérés dans ce contexte vont dépendre de la capacité des dirigeants à les défendre auprès de l'organe de contrôle (Fadil, 2007, 2016).

Plusieurs auteurs (Broye & Schatt2003; Desroches, Jog et al., 1991; Levasseur & Quintart, 1998; Sentis, 2005) se sont intéressés aux raisons qui conduisent les sociétés à s'introduire en Bourse. Les objectifs financiers et stratégiques sont les plus cités. L'une des principales raisons qui motivent les introductions en bourse est le besoin de lever de nouveaux capitaux afin de financer la croissance ou de renforcer la structure financière. Charreaux (1996), Jaffeux (1994) et Vernimen (2002), par exemple, reconnaissent que : même si à l'origine, l'introduction en bourse n'a pas pour motif principal la recherche de fonds propres externes, elle conduit une société dont le capital est jusqu'à un moment fermé, à vendre ses titres auprès du public.

Compte tenu du lien qu'on pourrait établir entre la cotation en bourse et la performance des entreprises via les variables stratégiques, la modification du système de gouvernement et de l'architecture organisationnelle que peut induire une cotation en bourse ne sera pas sans influence sur ces dernières. La logique d'affaires des entreprises cotées est représentée par les cadres institutionnels réglementaires et normatifs. Ces entreprises sont influencées par les standards et les règles des institutions formelles réglementaires, légales, normatives et professionnelles selon le principe de la modernité (Issa, 2014). Au-delà des sources de financement, les parties prenantes de l'organisation interagiraient avec l'ensemble des variables caractéristiques du Business Model (Coissard et al., 2016).

Les sociétés non-financières cotées sur la BRVM sont contrôlées par de grands groupes étrangers qui détiennent, en moyenne, plus de la moitié des actions dans chaque société. Elles sont majoritairement installées en Côte d'Ivoire. Même si l'économie ivoirienne est la plus forte de la Communauté Economique des Etats de l'Afrique de l'Ouest et demeure une destination privilégiée par les investisseurs étrangers dans la région (UNCTAD, 2018), elle a été marquée par des années de turbulence et a basculé dans un cycle de déstabilisation et de violences politiques dont l'issue paraît terriblement incertain à partir de l'an 2000 (Roubaud, 2003). Cette situation, qui a duré une dizaine d'années, est caractérisée par un risque politique très élevé conduisant à une forte incertitude économique qui a accru le risque d'investissement, lui aussi caractérisé par l'incertitude de réalisation des bénéfices et affecte l'ensemble des risques auxquels fait face le processus de la création de valeur au sein d'une entreprise (Caby & Hirigoyen, 1997).

Les discontinuités et les perturbations stratégiques dues à l'incertitude économique appellent généralement des changements dans les Business Models des sociétés (Doz & Kosonen, 2010). Pour Doz et Kosonen (2010), le système de gouvernance des entreprises, à travers le conseil d'administration, peut aussi favoriser une évolution et une adaptation plus rationnelles et plus stratégiques des Business Models. En effet, un lien peut donc être établi entre l'évolution du Business Model et la gouvernance d'entreprise.

Les facteurs institutionnels et le Business Model auraient des implications pour la performance de la société (Zott & Amit, 2002, 2007 ; Klapper & Love, 2004). En conséquence, les conseils d'administration de ces sociétés, à travers les pratiques de gouvernance, devraient jouer un rôle important dans la construction et l'évolution de leurs Business Models pour adapter le système d'activités des sociétés au nouvel environnement.

Par ailleurs, l'importance de la publication du Business Model dans les rapports financiers a été révélée par plusieurs auteurs (Di Carlo et al., 2016 ; Michalak et al., 2017 ; Page, 2014). Les organismes de régulation des rapports financiers recommandent aux sociétés de discuter désormais leurs Business Models dans les rapports annuels afin de mieux informer les utilisateurs des états financiers tels que les investisseurs, surtout en des périodes d'incertitudes où les informations traditionnelles ne suffisent plus pour prendre des décisions d'investir.

Si les pratiques de gouvernance d'entreprise sont capables de donner une orientation au Business Model (Doz & Kosonen, 2010 ; Page & Spira, 2016) et à la performance des firmes, étant donné que le Business Model affecte positivement la performance des firmes (Zott & Amit, 2002, 2007), alors il est possible d'envisager un effet de médiation du Business Model dans la relation entre les pratiques de gouvernance et les performances.

Jusqu'à présent, la question de l'articulation entre le Business Model, le reporting financier et la gouvernance d'entreprise reste moins discutée dans la littérature. Cette question a été l'objet du numéro spécial de l'AIDEA (Accademia Italiana di Economia Aziendale) en 2013. Page et Spira (2016a, 2016b) font remarquer d'ailleurs qu'il existe une abondante littérature sur chaque concept, mais peu d'écrits auraient abordé le lien entre ces différents concepts. Ces auteurs précisent que le rôle du conseil d'administration dans le maintien et le développement du Business Model n'a jamais été objet de recherche. C'est le gap que tente de combler cette thèse à travers les effets directs et indirects.

En outre, les pratiques de gouvernance sont, selon la littérature (Klapper & Love, 2004), une réponse au degré de protection des investisseurs minoritaires. La protection des investisseurs minoritaires est un indicateur qui mesure le niveau de protection des investisseurs contre les

abus de biens sociaux des administrateurs ainsi que les droits des actionnaires, les garanties en matière de gouvernance et les exigences en matière de transparence des entreprises réduisant ainsi le risque d'abus (Du Marais, Khartchenko-Dorbec, & Blanchet, 2006).

Une mauvaise protection des investisseurs inciterait les investisseurs à consacrer une part de leurs ressources à protéger leurs droits de propriété plutôt qu'à la consacrer à des activités productives. En effet, cette mauvaise protection engendre des coûts plus élevés pour les investisseurs qui sont dans une logique d'assurer la protection de leurs intérêts (frais juridiques pour la rédaction des contrats, coûts d'assurances, coûts juridiques consécutifs à l'application des contrats). Ces différentes dépenses affectent la performance des entreprises (Murphy, Shleifer, & Vishny, 1991).

Les pratiques de gouvernance sont également en lien avec la performance des entreprises (Charreaux & Desbrières, 1998 ; Chrisman, et al., 2018; etc.). Cet effet des pratiques de gouvernance sur la performance des firmes, même dans le contexte africain, est diversement apprécié par la littérature (Kusi, Gyeke-Dako, Agbloyor, & Darku, 2018; Kyereboah-Coleman, 2008; Kyereboah-Coleman & Biekpe, 2006; Okiro, Aduda, & Omoro, 2015; Soobaroyen, Tsamenyi, & Sapra, 2017). Alors, les deux concepts, pratiques de gouvernance et protection des investisseurs, appelés facteurs institutionnels dans le cadre de cette thèse, déterminent directement ou indirectement les performances des sociétés. Il est donc possible d'envisager un effet de médiation des pratiques de gouvernance dans la relation entre la protection des investisseurs et la performance des firmes.

L'activisme des investisseurs financiers et institutionnels a été l'objet de débat dans la problématique de la structure de propriété et de la gouvernance d'entreprise (Baudru & Lavigne, 2001; Brooks, Chen, & Zeng, 2018; Bruton, Filatotchev, Chahine, & Wright, 2010; Bughin, Finet, & Monaco, 2011; Girard, 2001; Sahut & Gharbi Othmani, 2010). Malgré l'intérêt des chercheurs pour l'activisme des investisseurs institutionnels, il est rare de trouver des études ayant pris en compte l'interaction entre la concentration et la nature de l'actionnariat.

Les études de Mard et al. (2014) relèvent qu'il est primordial que les études futures prennent en compte l'interaction entre la concentration et la nature de l'actionnariat. L'interaction, en statistiques, peut survenir lorsqu'on considère, par exemple, la relation entre trois variables. Le terme « interaction » est donc utilisé afin de décrire l'influence simultanée de deux variables sur une troisième (Aguinis, Edwards, & Bradley, 2017). Cette interaction est traduite par le rôle modérateur d'une variable dans la relation entre deux autres variables.

C'est dans cette perspective que cette thèse ne considère que les sociétés non-financières afin de mesurer l'effet de la présence (interaction) des investisseurs financiers et institutionnels dans

le capital de celles non-financières. De plus, à notre connaissance, en dehors de l'étude de cas menée par Bughin et al. (2011), aucune étude longitudinale n'a été menée sur l'interaction entre investisseurs financiers et institutionnels et groupes de contrôle ainsi que ses conséquences sur la performance des sociétés.

Lorsqu'on s'intéresse aux sociétés cotées sur la BRVM, le secteur financier est plus actif. La synergie entre les Compagnies d'Assurances, les autres investisseurs institutionnels et la Bourse est progressivement renforcée en vue du développement de l'industrie de l'assurance et des marchés financiers communautaires pour mobiliser l'épargne régionale et internationale (CREPMF, 2007). Par ailleurs, il faut noter l'appétence, de plus en plus grandissante des investisseurs institutionnels et internationaux pour la BRVM ; ce qui montre un intérêt croissant des investisseurs reconnus pour leur activisme aux activités de la bourse (BRVM, 2013).

Il apparaît dans les études de Bayala (2012) que les sociétés cotées sur la BRVM sur la période 2002 et 2010 sont de grande taille (capital), proviennent principalement du secteur financier, ont en moyenne vingt ans d'activités, elles sont dans la phase de croissance avec un fort besoin de capitaux et présentent un volume faible de transactions. De même, selon cet auteur, celles cotées entre 1998 et 2001 ont une solvabilité assez bonne et un faible volume des transactions. Ces sociétés financières et d'assurance, lorsqu'elles détiennent des parts dans les sociétés non-financières, apportent leur activisme dans le fonctionnement de celles-ci. Cet activisme ne serait pas sans conséquence sur la performance de la société non-financière.

Il est donc digne d'intérêt que cette recherche s'intéresse à l'interaction entre la concentration de l'actionnariat, qui marque la présence d'actionnaire de contrôle, et les investisseurs financiers et institutionnels minoritaires, ainsi que les conséquences de cette interaction sur la performance des firmes. L'analyse de cette interaction permettra de conclure sur une synergie bénéfique ou préjudiciable pour la performance de la société non-financière.

Globalement, deux catégories de performances peuvent être distinguées dans la littérature. La première catégorie est composée du ratio Q de Tobin et du ratio de Marris qui sont des mesures prévisionnelles, ex ante, de la performance. La deuxième catégorie comporte les mesures qui doivent leur source à la théorie du portefeuille. Cette mesure se fait dans l'objectif d'évaluer la performance réalisée pendant une période donnée, donc ex post (Charreaux, 1998). Pour prendre en compte, à la fois, les intérêts des actionnaires et des investisseurs en portefeuille, il apparaît intéressant que la thèse se réfère à la performance réalisée et à la performance future. C'est la raison pour laquelle, dans le sujet, il est préféré de considérer les performances des sociétés considérées.

Wintoki et al. (2012) ont illustré pourquoi les estimateurs, couramment utilisés, ignorant la relation dynamique entre les pratiques actuelles de gouvernance et la performance antérieure de l'entreprise peuvent être biaisés. En effet, pour ces auteurs, il est susceptible que les résultats des recherches établissant le lien entre les pratiques de gouvernance et la performance et ignorant l'effet des pratiques de gouvernance passées, soient biaisés. Ils suggèrent l'usage des estimateurs dynamiques pour mieux appréhender ces liens.

De plus, Haggège, Gauthier et Rüling, (2017) suggèrent qu'une vision plus dynamique soit adoptée lorsque l'on cherche à comprendre comment le Business Model peut expliquer la performance des sociétés. Ils soulignent l'importance de la modification des combinaisons de facteurs dans le temps. Sur le plan de reporting et dans la logique d'informer les investisseurs, la publication du Business Model d'une année N aura un effet sur la perception que peut avoir un investisseur de la performance des années suivantes. Ceci justifie la nature dynamique du lien qui pourrait exister entre le Business Model et le rendement espéré par les investisseurs.

C'est ainsi que le fait de préférer les estimateurs dynamiques par rapport à ceux statiques dans le cadre de la mesure des effets des facteurs institutionnels et du Business Model sur les performances des sociétés non-financières cotées sur la bourse régionale des valeurs mobilières se justifie.

Malgré le caractère régional de la BRVM, selon Yartey (2007), elle ne présente pas les titres les plus actifs des marchés boursiers d'Afrique. Les marchés boursiers africains sont, dans l'ensemble, peu attractifs des points de vue de la négociation des investisseurs et de la cotation des entreprises, exceptions faites des bourses de Johannesburg et d'Ile Maurice. Par ailleurs, le taux d'épargne se situe à moins de 15% pour l'Afrique subsaharienne (Kos à Mognol & Kamajou, 2016); en 2004, la bourse du Ghana était jugée comme ayant le taux de rentabilité le plus élevé du monde, avec un taux de 144% évalué en dollars US. Dans cette période, la BRVM n'est pas citée parmi les bourses africaines ayant connu une performance, malgré son caractère régional.

Il y a, désormais, un nombre croissant de bourses en Afrique subsaharienne. La majorité d'entre elle est faible sur le plan institutionnel, petites, illiquides et donc peu attrayantes pour la plupart des investisseurs internationaux, ce qui se traduit par de faibles investissements en portefeuille en Afrique subsaharienne. Néanmoins, l'Afrique est de plus en plus présentée comme un continent d'opportunités avec d'immenses perspectives de croissance, ce qui a conduit à un nouvel appétit croissant pour l'investissement en Afrique en général et en Afrique subsaharienne en particulier (Klagge & Zademach, 2018).

La recherche conduite par Ndong (2007) suggère que les cours des entreprises cotées sur la BRVM ne réagissent ni à la publication des bénéfices sur toute la période-événement considérée, ni à la variation de taux d'intérêt. Ouattara (2017) montre plutôt que la BRVM réagit aux notations financières, mais dans un sens inverse. L'inefficience du marché est supposée être responsable de ces constats. Afego (2015) justifie la faible performance des sociétés cotées sur la BRVM par la faible protection des investisseurs. Toutes les actions cotées sur la BRVM sont moins rotatives et le volume des actions qui y sont négociées présente une corrélation positive avec le volume d'action en circulation. La plupart des actionnaires conservent leurs parts. Cette conservation des actions par les investisseurs a pour conséquence la réduction de la liquidité et de la profondeur du marché (Bayala & Bama, 2019).

Pourtant, les sociétés non-financières cotées sur la BRVM sont contrôlées par de grands groupes étrangers pour la plupart, détenant, en moyenne, 65,21% du capital. Selon la littérature (Chih et al., 2008; Klapper & Love, 2004; La Porta et al., 2002), cette concentration de l'actionnariat est une réponse à la faible protection des investisseurs et devrait permettre de garantir une bonne performance. Dans le même temps, certains auteurs pensent cette concentration est préjudiciable pour son attractivité. Sur la place bruxelloise, par exemple, la concentration de l'actionnariat et le recours fréquent à des structures de contrôle complexes ont, selon Behnam (2017), un impact négatif sur la liquidité des titres, rendant ainsi la bourse peu attractive.

Meisel et Mvogo (2007) supposent que les réformes de libéralisation financière qui ont fait prévaloir la création de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières n'ont pas suffi pour débloquent les processus de développement financier dans les pays de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA). Ils pensent que le fait que beaucoup d'investissements se soient révélés non rentables, voire de purs gaspillages, ne retire rien à la légitimité de la bourse, mais pointent des mécanismes de gouvernance comme totalement défaillants.

Dans ce contexte et dans la mesure où la source de financement joue un rôle significatif dans la conceptualisation et l'évolution du Business Model des sociétés d'Afrique de l'Ouest (Issa, 2014), les pratiques de gouvernance pourraient être associées au Business Model des sociétés pour déterminer leurs performances. C'est pour cette raison que cette thèse vise à répondre à la question principale suivante :

Les facteurs institutionnels et le Business Model des sociétés non-financières cotées sur la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières favorisent-ils leurs performances ?

De cette question principale découlent les questions spécifiques ci-après :

Quelles sont les caractéristiques des pratiques de gouvernance et du Business Model adoptés par les sociétés non-financières cotées sur la BRVM ?

La protection des investisseurs conditionne-t-elle les pratiques de gouvernance adoptées par ces sociétés ?

Les pratiques de gouvernances des sociétés non-financières cotées sur la BRVM affectent-elles les performances de celles-ci ?

Comment les facteurs institutionnels influencent-ils les performances de ces sociétés ?

Cette dernière interrogation est subdivisée en trois sous-questions :

La présence d'investisseurs institutionnels modère-t-elle la relation entre la concentration de l'actionnariat et les performances des sociétés non-financières cotées sur la BRVM ?

Les pratiques de gouvernance jouent-elles un rôle de médiation dans la relation entre la protection des investisseurs et les performances de ces sociétés ?

Le Business Model des sociétés joue-t-il un rôle médiateur dans la relation entre les pratiques de gouvernance et les performances de ces sociétés ?

A notre connaissance, la question de l'effet des facteurs institutionnels (protection des investisseurs et pratiques de gouvernance) associé à celui du Business Model des sociétés cotées sur leurs performances n'a pas fait objet de recherche. Une telle recherche, faisant l'articulation entre facteurs institutionnels, Business Model et performances, constitue la première dans le contexte des sociétés non-financières cotées sur la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières. Théoriquement, ces questions mobilisent plusieurs champs de recherche à l'instar de la finance de marché, la finance d'entreprise et du management en général. La mobilisation de plusieurs champs de recherche impose la précision de l'objet et de l'ancrage théorique.

2- Objet et ancrage théoriques de la recherche

L'objet d'une recherche consiste en la question générale que cette recherche s'efforce de satisfaire, c'est-à-dire l'objectif que l'on cherche à atteindre (Allard-Poesi & Maréchal, 2014). Il est fonction du projet de connaissance. L'objet de cette thèse repose sur la détermination des effets des facteurs institutionnels (protection des investisseurs et pratiques de gouvernance dans une logique partenariale) et du Business Model sur les performances des sociétés non-financières cotées sur la BRVM. Pour Bourdieu et Passeron (1964),¹ « *un objet de recherche si partiel et parcellaire soit-il ne peut être défini qu'en fonction d'une problématique théorique*

¹ In Thietart et al., (2014)

permettant de soumettre à une interrogation les aspects de la réalité mis en relation pour la question qui leur est posée ». Cette recherche repose sur plusieurs objets théoriques tels que le Business Model, les facteurs institutionnels et leur articulation avec les performances des entreprises cotées. Ainsi, l'objet de la présente recherche est construit en liant des objets théoriques (Facteurs institutionnels, Business Model et performances) dans un contexte de présence d'actionnaires de contrôle sur un marché régional. L'articulation entre ces trois objets théoriques va permettre de créer d'autres théories ou de renforcer les théories existantes qui vont constituer les résultats de cette recherche.

Cette thèse fait appel à la théorie de la gouvernance, c'est-à-dire la structure et le fonctionnement du conseil d'administration, la structure de propriété, la transparence, les pratiques de rémunération et celles liées à l'éthique et RSE (Berle et Means, 1932 ; Jensen et Meckling, 1976 ; Charreaux, 1998). Elle s'intéresse à l'indice de gouvernance (Black, Jang, & Kim, 2006), ajouté à d'autres variables, et la protection des investisseurs, tous pris comme facteurs institutionnels, qui contribueraient à déterminer le niveau de performances des sociétés non-financières cotées sur la BRVM.

Jensen et Meckling (1976) sont considérés comme ceux ayant introduit une rupture de paradigme en finance d'entreprise par la remise en cause de la théorie financière traditionnelle qui est jugée inadaptée pour appréhender les nouvelles formes de firmes. Ces auteurs ont proposé de nouvelles fondations pour la finance d'entreprise en relation directe avec le développement de la théorie de la firme qui privilégie sa dimension organisationnelle. En effet, Zingales (2000) et Allen (2001), dans leur adresse présidentielle, devant l'Association américaine de Finance, rapprochent la finance de la théorie des organisations en prolongeant les travaux de Jensen et Meckling (1976) au-delà de l'explication de la structure financière. Les articles de ces auteurs s'intégraient dans un projet beaucoup plus ambitieux qui tend à fonder une théorie générale des organisations, notamment une théorie de la gouvernance et de l'architecture organisationnelle.

Par la suite, Charreaux (2002) va proposer une orientation cognitive qui conduit également à une vision différente de la gouvernance et qui s'écarte du schéma disciplinaire pour considérer l'ensemble du schéma de création et d'appropriation de la valeur. La réflexion va être poursuivie et Charreaux (2015) va suggérer, pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises, la piste qui apparaît la plus prometteuse, de par son caractère très général et ses fondements théoriques ; celle de la théorie du changement institutionnel déjà proposée plus tôt par North (1990). L'auteur considère particulièrement le

rôle que cette théorie attribue aux construits mentaux et la possibilité qu'elle offre d'« endogénéiser » l'explication des changements institutionnels et organisationnels.

Conséquemment, cette thèse tient à la prise en compte des facteurs liés au pays d'origine des sociétés non-financières cotées tout en mettant l'accent sur la protection des investisseurs et son influence sur leurs performances. Cette thèse fait recours au néo-institutionnalisme, à l'évolutionnisme (Hamilton, 1919; Langlois, 1986; North, 1989, 1990; Rutherford, 1994, 2003) et la théorie de la régulation (Boyer, 1986, 2002), pour prendre en compte les hypothèses et intuitions fondamentales de rationalité limitée, d'incertitude, d'irréversibilités, de sélection et de dépendance du passé. L'environnement de l'entreprise est caractérisé par des règles et des exigences sociales et culturelles auxquelles celle-ci doit se conformer afin de recevoir la légitimité et le support de son environnement (Meyer & Rowan, 1977; Zucker, 1991).

Développé, pour expliquer l'isomorphisme inter-organisationnel, le néo-institutionnalisme sociologique insiste initialement sur l'influence de l'environnement social et culturel sur les organisations, prenant peu en compte leur capacité d'action stratégique. Des évolutions récentes et moins connues de ce courant réintroduisent au cœur du néo-institutionnalisme les capacités stratégiques des agents et notamment leurs aptitudes à modifier les « règles du jeu » qui régissent l'environnement, proposant ainsi de nouvelles perspectives en théorie des organisations comme en stratégie (Bernard, 2006). C'est à juste titre que la thèse tient compte de la protection des investisseurs. En effet, North (1990) et Olson (1993) ont montré que les politiques publiques et les cadres institutionnels constituent une partie fondamentale de l'équation de la croissance, et même du développement surtout pour les pays en développement.

La question de la création, l'appropriation et de la répartition de la valeur soulevée par Charreaux (2002) dans la perspective de la construction de la théorie de la gouvernance est fondamentale dans le Business Model des entreprises. La création de revenu y est analysée comme directement dépendante de l'offre de l'entreprise, des ressources qu'elle mobilise et de l'organisation mise en place pour la développer ; à l'articulation de la stratégie et des approches fonctionnelles, le Business Model permet d'appréhender l'alchimie qui s'opère entre les choix et leur traduction opérationnelle et une lecture transversale bien adaptée au cadre d'action des managers (Lecocq et al., 2006). L'apparition de la valeur dans le Business Model se résume, selon Zott & Amit (2010) à : innovation, *lock-in* (verrouillage), complémentarités et efficience qui sont désignés par l'acronyme NICE.

Le Business Model manque toutefois de théorisation ; cette thèse s'y essaye en convoquant trois corpus théoriques : la théorie des conventions, la théorie des parties prenantes et celle des

ressources (Verstraete & Jouison, 2007). Dans les théories de la firme, la théorie des parties prenantes met l'accent sur les relations créées entre les parties prenantes. Il s'agit ici de comprendre comment des intérêts singuliers convergent autour de la valeur créée par les sociétés cotées sur la BRVM.

La théorie des conventions relie l'individu au collectif d'acteurs. Les différentes parties de l'entreprise doivent bien s'accorder autour de quelque chose... Lorsque cet accord prend forme, on peut considérer qu'une convention naît véritablement entre l'entreprise et les possesseurs de ressources qu'il sollicite. Son application dans la théorie des organisations et de la firme et en économie des finances est respectivement à l'actif de Koumakhov (1996) qui l'applique sur les formes de coordination dans les entreprises russes et ; Orléan (1999, 2004a, 2004b) qui l'a appliqué sur les crises financières.

L'approche par les ressources trouverait son origine en 1984 avec l'article fondateur de Wernerfelt (1984), mais elle revendique des sources plus anciennes en référence aux travaux de Penrose (1959). Wernerfelt (1984) explore l'utilité d'analyser les entreprises du côté des ressources plutôt que du côté des produits. Par analogie avec les barrières à l'entrée et les matrices de partage de la croissance, les concepts de barrière de position des ressources et de matrices de ressources-produits sont suggérés.

Ces outils sont ensuite utilisés pour mettre en évidence les nouvelles options stratégiques qui émergent naturellement, du point de vue des ressources. Il s'agit, sans aucun doute, de l'approche fondamentale, qui est la plus diffusée et qui constitue l'origine des autres courants. Selon Evans et Freeman (1988), Haslam et al. (2015) et Coissard et al., (2016), le Business Model est structuré en fonction de la nature de la relation de l'entreprise avec ses parties prenantes.

La théorie des parties prenantes (Coissard et al., 2016; Freeman, 1984; Pesqueux, 2017; Pucci et al., 2017; Zott & Amit, 2008) a été mobilisée pour prendre en compte la fondation du modèle relationnel de l'organisation parce qu'elle tient lieu de véritable ontologie organisationnelle. Après la présentation de l'élément clé du processus de recherche qu'est l'objet qui traduit et cristallise le projet de connaissance de cette recherche, son objectif général, les différents objectifs de cette thèse sont présentés au point suivant.

3- Objectifs de la thèse

L'objectif principal que poursuit cette thèse est de déterminer les effets des facteurs institutionnels et du Business Model des sociétés non-financières cotées sur la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières sur leurs performances.

Il s'agit essentiellement de :

- Caractériser le Business Model et les pratiques de gouvernance des sociétés non-financières cotées sur la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières ;
- Identifier le type de lien qui existe entre la protection des investisseurs et les pratiques de gouvernance de ces sociétés ;
- Déterminer l'effet des pratiques de gouvernance sur les performances des sociétés non-financières cotées sur la BRVM ;
- Déterminer l'effet du Business Model sur les performances des sociétés non-financières cotées sur la BRVM.
- Décrire le processus par lequel les facteurs institutionnels (protection des investisseurs et pratiques de gouvernance) influencent les performances des sociétés non-financières cotées sur la BRVM.
 - Expliquer le rôle modérateur de la présence des investisseurs institutionnels dans la relation entre la concentration de l'actionnariat et les performances des sociétés ;
 - Expliquer le rôle médiateur de la gouvernance dans la relation entre la protection des investisseurs et les performances ;
 - Expliquer le rôle médiateur du Business Model dans le lien entre la gouvernance et les performances.

4- Intérêts de la thèse

Les intérêts de cette thèse sont de trois ordres. Ils sont présentés successivement en termes théoriques, pratiques et méthodologiques.

4-1- Intérêts théoriques

La pensée théorique financière de Modigliani & Miller (1958, 1963) et le théorème de séparation de Fisher (Hochstein, 2001), qui stipulent que dans une situation idéalisée où les entreprises peuvent prêter et emprunter au même taux d'intérêt, les projets d'investissement des entreprises peuvent être évalués indépendamment des décisions de consommation et des

préférences de leurs propriétaires, et le modèle de Arrow-Debreu qui ont succédé « *the Financial Policy of corporations* » de Dewing (1920) représentaient le corpus de la théorie de la finance d'entreprise dans les années 70 (Brennan, 1995). Dans *IPO market puzzle* de Kumar (2014), on constate que plusieurs chercheurs ont énoncé un certain nombre de postulats en ce qui concerne le marché boursier, les intervenants, le comportement financier, le risque, la définition de la sous-évaluation etc. en adoptant soit une approche inductive soit une approche déductive. Ces études ont pour base l'asymétrie d'information, la théorie institutionnelle et la finance comportementale.

La question de la mesure des performances de l'entreprise s'inscrit dans une logique de concurrence. Ces performances sont traditionnellement évaluées par la création ou la possibilité de création de valeur par une entreprise pour ses actionnaires que les entreprises concurrentes (Besanko et al., 2017; Charreaux & al., 1998). S'appuyant sur la théorie financière néoclassique, la question de la mesure des performances se résout de manière vulgaire du fait de la séparabilité des aspects décisionnels concernant la création et la redistribution de la valeur. Lorsque la mesure prend en compte les phénomènes d'asymétrie d'information et de conflit d'intérêts d'une part et d'autre part l'impossibilité de rédiger des contrats complets et les comportements stratégiques des acteurs en plus des facteurs de l'évaluation traditionnelle, elle s'inscrit dans une logique de dualité de rôles. Le jeu organisationnel constitue un aspect primordial ; c'est dans cette dynamique que s'insère cette thèse qui s'interroge sur l'incidence des facteurs institutionnels et stratégiques sur les performances des entreprises cotées dans un marché à caractère régional.

Suite à la crise de 1929, à partir de l'analyse conduite par Berle et Means (1932), la problématique de gouvernance des entreprises a vu le jour du fait de la séparation entre la fonction de contrôle et le rôle de propriétaire ; une fonction disciplinaire, qui prend appui sur les systèmes d'incitation et de surveillance. Cette fonction est censée être accomplie par les actionnaires, à travers le conseil d'administration et une fonction décisionnelle supposée à l'apanage des dirigeants qui s'est produit au début du siècle, lors de l'émergence de la grande société cotée à actionnariat très diffus, la firme managériale, où les dirigeants ne détiennent pas une fraction significative du capital. Cette séparation de fonctions aurait provoqué une dégradation de la performance des entreprises et une spoliation des actionnaires à cause de la défaillance des systèmes chargés de discipliner les principaux dirigeants.

La question de la gouvernance a commencé par être objet de la recherche depuis 1776 par Adam Smith depuis sa publication sur « *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations* ». En effet, les travaux d'Okiro et al. (2015), de Darani (2012) et de Filatotchev et al.,

(2012) ont mesuré l'effet de la gouvernance d'entreprise et de la structure du capital sur la performance des entreprises cotées sur les marchés financiers de l'Afrique de l'Est. Une partie des résultats indique qu'il existe une relation positive et significative entre la gouvernance d'entreprise et la performance des entreprises cotées.

Ces recherches ne prennent pas en compte la structure de propriété, la protection des investisseurs, la forme du conseil d'administration, etc. Ces études ne tiennent pas compte également du fait que les caractéristiques des décisions, en ce qui concerne la structure du capital, peuvent influencer chaque variable de gouvernance. Les marchés financiers de l'Afrique de l'Est n'ayant pas les mêmes caractéristiques en termes de gouvernance et d'organisation, alors une étude sur un marché régional comme la BRVM pourra permettre de prendre dans une même base, les sociétés cotées qui font faces aux mêmes contraintes et risque du marché et installées dans les différents pays de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA).

Bell et al. (2014) ont également analysé l'influence des pratiques de gouvernances sur la valeur perçue par les investisseurs en prenant en compte les facteurs liés au pays d'origine et au pays de destination des entreprises cotées dans les cas de *cross listing*. Les résultats de ces recherches ne permettent néanmoins pas d'identifier les pratiques de gouvernance qui intéressent le plus les investisseurs. Il est nécessaire de prendre en compte l'effet des problèmes d'agence sur la performance des sociétés cotées avec l'intégration de l'analyse institutionnelle et la protection des investisseurs. Cette recherche se place dans l'optique d'intégration de ces différents facteurs dans l'analyse des performances. Cette thèse prend en compte l'effet de l'interaction stratégique entre les groupes de contrôle et les investisseurs financiers et institutionnels sur les performances des sociétés non-financières cotées ; ce qui constitue une des contributions théoriques qui sont apportées dans cette thèse.

Zott et Amit (2008) ont abordé les implications en termes de performance de la défaillance entre la stratégie produit et le Business Model, mais ils n'ont pas démontré l'influence du *Business Model* sur la performance des entreprises dans un contexte d'animation permanente du marché boursier ou de tenue de comptabilité d'intention par le biais des prévisions. Cette thèse contribue également à l'analyse de la dimension financière du Business Model.

« *Le succès, pour être durable et les performances, pour être constantes, sont souvent conditionnés par la révision drastique de modèles économiques qui ont eu du succès, mais qui doivent être remis en cause* » (Barneto et al., 2015, p. 19). Le modèle économique est perçu comme un concept qui s'applique au management stratégique, à l'innovation et à l'entrepreneuriat et illustrant la logique fondamentale de création et de l'appropriation de la

valeur. Cette thèse vise l'enrichissement de la théorie du point de vue du lien entre ce concept et la performance des sociétés cotées. Ce faisant, elle contribue à la connaissance théorique par rapport au *reporting* du Business Model dans les rapports annuels et la perception de performance par les investisseurs d'une part et à l'effet de ce Business Model sur la performance d'autre part.

La question de l'indépendance de l'activité scientifique à l'égard de la société a été l'objet de débats épistémologiques. Au sens de Bonneuil et Joly (2013), les philosophes comme Bachelard et Popper ont fortement contribué à légitimer l'idée d'une démarcation entre science et application, etc. Dès les années 1960, cette démarcation a commencé par être remise en cause. L'idée de penser à la performativité des sciences et des techniques va donc naître. Cette question de performativité n'est pas sans effet sur la réflexion épistémologique. Elle invite en effet le chercheur à réfléchir non seulement aux dimensions de son projet (son objet, les méthodes appropriées, la nature de la connaissance visée), mais également d'interroger les valeurs et finalités de sa recherche, ses conséquences concrètes pour le ou les groupes étudiés, les intérêts qu'elle sert, sa faisabilité dans le contexte institutionnel en place (Thiétart et al., 2014).

Le chercheur est ainsi appelé à faire ce qu'on appelle la réflexivité qui dépasse les dimensions constitutives de son projet de recherche. En effet, une recherche en sciences de gestion, au-delà de son intérêt théorique, doit aussi avoir une portée opérationnelle fixant les attentes en termes d'apports pratiques et/ou managériaux des *stakeholders*. Le point ci-après est consacré aux intérêts pratiques de cette thèse.

4-2- Intérêts pratiques

Les marchés boursiers africains, malgré leur petite taille (en termes du nombre d'entreprises qui y sont cotées) et leur liquidité moins importante, ont connu une performance remarquable. Le développement rapide de ces marchés africains ne traduit pas que le plus développé d'eux est mature. Ils sont, de plus en plus, performants en termes de retour sur investissement. En 2004, la bourse du Ghana était jugée comme ayant le taux de rentabilité le plus élevé du monde, avec 144% évalué en dollars US. Dans cette période, la BRVM n'est pas citée parmi les bourses africaines ayant connu une performance malgré son caractère régional.

Parmi les facteurs pouvant conduire à une meilleure performance des marchés boursiers d'Afrique, se trouvent leur structure de gouvernance et celle des entreprises qui y sont cotées, le cadre légal dans lequel ils opèrent, la structure de propriété et l'orientation stratégique des marchés et des entreprises qui y sont cotées. Les résultats de cette thèse ont permis de

déterminer les types de facteurs institutionnels qui sont favorables à une meilleure performance des sociétés cotées sur la BRVM ou tout au moins celles ayant la même caractéristique que celles de l'échantillon de la recherche. Ils intéresseraient principalement les dirigeants d'entreprises et les institutions telles que le Conseil Régional de l'Epargne Publique et des Marchés Financiers (CREPMF) qui est l'Autorité des Marchés Financiers de l'UEMOA, le Fonds Monétaire International (FMI), la Banque Mondiale, l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE), etc.

Cette thèse va permettre également de comprendre comment les entreprises cotées sur la BRVM investissent et génèrent d'argent. Ainsi, elle contribue à l'évaluation et à l'identification des principales composantes du *Business Model* qui se concrétisent par l'amélioration de la performance sous un angle purement financier. Ainsi, les autorités du marché et l'UEMOA pourraient, à travers les résultats obtenus, projeter l'adoption d'un code de gouvernance qui indique la manière dont les sociétés cotées vont faire le *reporting* de leur Business Model dans les rapports annuels.

4-3- Intérêts méthodologiques et posture épistémologique

Cette thèse, utilisant l'approche mixte parallèle convergente et adoptant une posture positiviste, permet de déterminer les effets des facteurs institutionnels et du Business Model sur les performances des sociétés non-financières cotées sur la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM). C'est un type de design dans lequel les données qualitatives et quantitatives sont collectées en parallèle, analysées séparément et enfin combinées (Creswell, 2013). Dans cette étude, les données secondaires de nature qualitative et quantitatives collectées à l'aide de la méthode interprétative (méthode des traceurs) des rapports des sociétés objets de l'étude et des commentaires des activités de ces dernières ont permis de caractériser leur Business Model et leur gouvernance. Les données relatives aux facteurs institutionnels et au Business Model des entreprises sont organisées et utilisées pour tester les théories qui supposent un lien (positif ou négatif) entre ces variables et les performances. Les facteurs institutionnels et le Business Model des sociétés sont des variables et les mesures de performances utilisées (ROA et Q de Tobin) sont quantitatives. Ceci témoigne la combinaison des deux types de données de manière simultanée.

Sur le plan méthodologique, en ce qui concerne la mesure de la variable Business Model, elle a le mérite, non seulement d'utiliser les *Design themes* (appelés NICE design) de l'armature du design d'un système d'activité proposés par Zott & Amit (2002, 2007, 2010), mais aussi d'en

ajouter l'usage de la comptabilité d'intention pour tenir compte le fait que l'entreprise incorpore dans le temps sa stratégie comptable et que cette comptabilité d'intention fait partie du Business Model (Disle et al., 2016; Escaffre, 2016; Leisenring et al., 2012). Il s'agit de la publication des perspectives de croissance. Ceci a permis d'obtenir, ce qui est appelé dans cette thèse, le NICEC Design, pour mesurer le Business Model des sociétés de l'échantillon.

L'indice de gouvernance (voir annexe) de Balck et al. (2006) a été adapté au contexte de l'étude, à la suite de Okiro et al. (2015), pour évaluer la gouvernance (*Overall corporate governance index*) des sociétés de l'échantillon d'étude. L'étude distingue également les mesures de la performance réalisée ou opérationnelle qui permettent de mesurer la compétitivité de celle-ci et l'efficacité du management (ici, ROA) aux mesures de la performance boursière qui indiquent la performance anticipée par les investisseurs et qui mesurent, en dynamique, l'évolution de la crédibilité boursière de l'entreprise cotée par rapport à son secteur (ici, Q de Tobin).

Les performances considérées par cette thèse sont donc la performance opérationnelle et la performance boursière. Les critères les plus reconnus peuvent être regroupés en deux catégories. Il s'agit premièrement de la mesure qui comprend le ratio Q de Tobin et le ratio de Marris. Ceci répond à un souci de quantification prévisionnelle, ex ante, de la performance. Deuxièmement suivra la catégorie regroupant les mesures issues de la théorie du portefeuille, dont l'utilisation se fait principalement ex post, dans l'objectif d'évaluer la performance réalisée sur une période donnée.

Cette recherche analyse le rôle médiateur de la gouvernance dans la relation entre la protection des investisseurs et les performances et celui du Business Model dans la relation entre les facteurs institutionnels et les performances des sociétés non-financières cotées sur la BRVM. Elle a le mérite d'exploiter les solutions proposées par Aguinis et al. (2017) face aux problèmes relevés dans la méthode de Baron et Kenny (1986) et de celles de Pitariu et Ployhart (2010), de Maxwell et al. (2011) et de Huang & Yuan (2017) qui ont montré que les tests théoriques souffrent d'incohérence et que les conclusions statistiques sont souvent erronées lorsque le caractère dynamique est ignoré avec les données longitudinales qui traitent de la médiation et quand elles sont traitées par la méthode Structural Equation Modeling (SEM) ordinaire. En effet, dans la méthode proposée par Baron et Kenny, la médiation peut être testée de manière satisfaisante avec des données transversales. Or, dans ce contexte, les modèles de médiations contiendraient des chemins causaux qui impliquent le passage du temps ; et, tester ces chemins avec des données transversales peut produire des estimations biaisées.

Aguinis et al. (2017) proposent, lorsque cela est possible, d'évaluer la médiation en utilisant des données longitudinales, de préférence avec des modèles de panel, qui permettent de comparer des flux causaux alternatifs. Cette thèse utilise les données de panel de 2000 à 2014 de 26 sociétés cotées sur la BRVM avec les modèles dynamiques recommandés pour les données de gouvernance et de finance d'entreprise (Coles et al., 2012; Dang et al., 2015; Ullah et al., 2018; Wintoki et al., 2012), à cause de leur caractère endogène, à partir des estimateurs GMM et LSDVC, et contourne ainsi ces biais. La suite de la thèse est organisée selon le plan ci-après.

5- Plan de la thèse

Cette thèse est organisée en deux parties avec une articulation qui prend en compte l'ensemble des questions spécifiques de recherche. Ces deux parties sont composées chacune de deux chapitres eux-mêmes composés de deux sections chacun.

La première partie est consacrée aux prémisses théoriques autour desquelles s'articule ce travail. Il s'agit essentiellement de la définition des concepts de performances, de *Business Model* et des facteurs institutionnels de l'entreprise. Cette partie a consisté à mener une réflexion théorique visant à présenter et analyser les relations qui existent entre les facteurs institutionnels et stratégiques et les performances des entreprises dans le deuxième chapitre après avoir défini les concepts et retenu une définition appropriée au contexte pour chaque concept dans le premier chapitre.

Le premier chapitre a donc consisté à présenter le cadre théorique d'analyse des concepts de performances, du *Business Model* et des facteurs institutionnels. Pour cette raison, il traite dans sa première section de la théorie de la performance et sa deuxième section est relative aux facteurs institutionnels et stratégiques de l'entreprise. Ces facteurs sont essentiellement : le gouvernement d'entreprise, la protection des investisseurs dans les pays d'origine de la société et le *Business Model*.

Le deuxième chapitre est relatif aux dimensions institutionnelles et stratégiques des performances des organisations. Il s'agit dans la première section de ce chapitre, des dimensions institutionnelles des mesures de performances et dans la deuxième section du lien entre le *Business Model* et les performances des entreprises.

La deuxième partie a pour objectif de mettre en place et d'articuler empiriquement les dimensions institutionnelles et stratégiques des performances des sociétés, avec pour champ d'application les sociétés cotées sur la bourse régionale des valeurs mobilières.

Le troisième chapitre a permis de positionner l'étude sur le plan épistémologique, de préciser le contexte institutionnel et les sources de données et d'opérationnaliser les variables tout en précisant les mesures et en schématisant les liens. Il présente également les modèles d'analyse et les tests statistiques effectués.

Le dernier chapitre est consacré à la présentation des résultats issus de l'analyse (test), de la validité des hypothèses dans sa première section et dans sa deuxième section, à la discussion des résultats et les implications managériales résultant de ces résultats.

PREMIERE PARTIE :

FACTEURS INSTITUTIONNELS, *BUSINESS MODEL* ET PERFORMANCES DES SOCIETES : APPROCHE THEORIQUE

L'objectif que vise cette partie est de mener une réflexion théorique et conceptuelle sur la relation entre les facteurs institutionnels et stratégiques et la performance à long terme des entreprises. Une telle analyse conduit à préciser, dans un premier temps le contenu théorique et conceptuel de ces trois construits et dans un second temps, leurs interrelations à travers une revue des études antérieures.

Cette thèse ayant pour objectif d'étudier le rôle des facteurs institutionnels et du Business Model dans l'évolution de la performance des entreprises, elle est guidée par l'exploration théorique des liens qui existent entre les pratiques de gouvernance d'entreprise, le climat des affaires, la protection des investisseurs et le Business Model d'une part, et la performance des entreprises cotées d'autre part.

La question de la performance des entreprises, avec la théorie économique-financière récente, n'est plus évaluée dans une logique actionnariale uniquement, mais aussi dans une perspective partenariale. Dans une perspective traditionnelle qui fait abstraction d'une dimension incitative, la mesure de la performance ne joue qu'un seul rôle qui est celui de l'allocation des capitaux. Avec l'introduction des conflits d'intérêts, les comportements stratégiques des agents et l'incertitude influencent désormais le processus de création de la valeur.

En effet, le premier chapitre de cette première partie aborde le cadre théorique d'analyse des concepts « Facteurs institutionnels-Business Model-Performances » ; le deuxième chapitre est consacré aux dimensions institutionnelles et organisationnelles de la performance.

CHAPITRE 1 : Cadre théorique d'analyse des concepts de l'étude

Ce chapitre consiste à la recension des théories et des concepts auxquels se rapporte la problématique de l'articulation facteurs institutionnels, Business Model et performance. Pour faire simple, un concept est fait de trois choses : un nom, une dimension de compréhension, une dimension d'extension. En effet, la première section de ce chapitre présente les concepts de facteurs institutionnels et du Business Model. Le concept de facteurs institutionnels a été développé comme des règles et le mode d'utilisation de ces règles. Il s'agit essentiellement des mécanismes de gouvernance, de la protection des investisseurs et des pratiques de gouvernance adoptées par les firmes à l'intérieur de ces mécanismes et en fonction du niveau de protection des investisseurs. Le concept de Business Model a été développé à travers son approche historique, ses dimensions et en cohérence avec la théorie des parties prenantes.

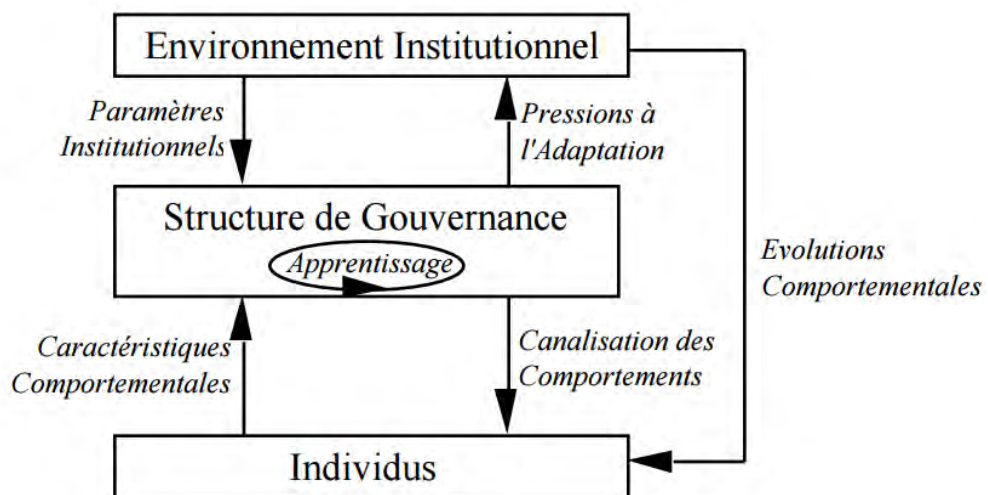
Dans la seconde section, il est question du concept de performance. Elle est subdivisée en deux points. Le premier développe les approches traditionnelles et nouvelles de l'appréciation de la performance des entreprises. Etant donné qu'il est généralement admis que la théorie de la ressource est un outil utile pour prédire le niveau de performance, le second point est consacré à la performance en tant que création et appropriation de valeur qui est centrale dans la recherche en management stratégique.

SECTION 1 : Facteurs institutionnels et concept de Business Model

Cette section consiste à expliciter les concepts de facteurs institutionnels et de Business Model afin de cerner toutes leurs dimensions.

La théorie néo-institutionnelle démontre que l'environnement de l'entreprise est caractérisé par des règles et des exigences sociales et culturelles auxquelles celle-ci doit se conformer afin de recevoir la légitimité et le support de son environnement (Meyer & Rowan, 1977; Zucker, 1991). Les institutionnalistes pensent qu'il existe à l'extérieur des organisations, un ensemble de valeurs, de normes, de lois ou encore de modèles organisationnels qui vont influencer leurs structures et leurs modes de gestion (Meyer & Rowan, 1977). Ainsi, DiMaggio et Powell (1983) déclinent les pressions institutionnelles en contraintes coercitives, normatives et mimétiques. Les premiers travaux de Williamson (1993) (voir figure) sont avant tout destinés à fonder une heuristique pour l'analyse d'une gamme limitée de questions tournant autour de l'intégration et des frontières de l'entreprise. Au début, l'ambition de la théorie néo-institutionnelle est plus modeste que celle qui fonde l'évolutionnisme, mais progressivement les concepts clefs ont été précisés et le cadre conceptuel a été mis au point. C'est à l'occasion de ce processus qu'ont été identifiés un certain nombre de défis conceptuels auxquels ce cadre analytique est confronté (Brousseau, 1999).

Figure 1 : L'économie néo-institutionnelle selon Williamson 1993



Source : (Brousseau, 1999)

Les organisations économiques au sens de Granovetter (1985) ne peuvent être analysées strictement en termes économiques, mais doivent s'enrichir de questionnements plus larges,

incluant les dimensions sociales ; c'est-à-dire les formes organisationnelles, résultant d'interactions concrètes entre acteurs réels, en liaison avec un environnement socio-politique singulier (Huault, 1998). Dans l'ensemble, Huault (1998) montre que Granovetter tient à la prise en compte d'une part, des institutions économiques, «encastrées » dans des systèmes légaux, sociaux et politiques singuliers et, d'autre part, des processus historiques et de transformation des organisations.

Selon Huault (1998), Granovetter peut être qualifié de «constructionniste social» du fait qu'il considère que les organisations ne constituent pas automatiquement des réponses à l'augmentation des coûts de transaction : « bien que la nature de l'environnement économique ne puisse être négligée dans les formes finales de structuration des institutions, il suppose que, sous conditions économiques identiques, les configurations institutionnelles peuvent varier radicalement si les structures sociales se révèlent différentes. Ainsi, quand Granovetter s'interroge en claire sur l'existence de relations de nature coopérative entre entreprises, c'est pour mieux comprendre les processus d'organisation et la manière dont les acteurs économiques construisent des alliances. Granovetter en tire un point de vue fort intéressant sur la notion de contingence dans les sciences sociales.

Partant de ce postulat, Granovetter s'attache à caractériser la manière dont les acteurs économiques construisent des alliances et mobilisent des ressources à travers des réseaux de contact. Le concept d'*embeddedness*, qu'il développe alors, conduit à une plus grande prise en compte des processus socio-historiques, des caractéristiques spécifiques des entrepreneurs, des dynamiques de création et de transformation des formes institutionnelles et enrichit la théorie économique » (Brousseau, 1999, p. 73).

Ainsi, les facteurs liés au pays d'origine et à la protection des investisseurs sont déterminants dans le processus organisationnel. Le Business Model est le contenu (Information, bien et/ou services), la structure (relations entre les parties prenantes de l'entreprise) et la gouvernance (circulation de l'information et des biens entre les parties prenantes de l'organisation) des transactions de l'entreprise (Amit & Zott, 2001). La création de valeur est donc une fonction du mécanisme de gouvernement d'entreprise, des facteurs liés au pays d'origine et au Business Model de l'entreprise. Après avoir décrit les différentes dimensions des facteurs institutionnels en un premier point, les théories sur le Business Model seront abordées au deuxième point.

I- Les facteurs institutionnels

«*Institutions matters*», comme cela pourrait être constaté avec Brousseau (1999), telle pourrait être la devise de nombre de courants de recherche contemporains partageant l'intuition que les notions de marché et de relations marchandes ne se suffisent pas à elles seules pour rendre compte des propriétés d'un système économique. Les facteurs institutionnels sont ceux déterminés par les règles et les contraintes, les instruments de gouvernance et des équilibres de jeu (Massil, 2016).

Pour les pays en développement, plusieurs auteurs tels que North (1990) et Olson (1993) montrent que les politiques publiques et les cadres institutionnels constituent une partie fondamentale de l'équation de la croissance, et même du développement. Les institutions selon North (1989) peuvent être de deux types : les contraintes ou institutions formelles (les constitutions, les lois, les contrats écrits et les droits de propriété) d'une part et les règles informelles (les coutumes, les traditions et codes de comportements, éthique, l'idéologie, les tabous) d'autre part.

Selon Pejovich (2012), les institutions formelles sont les règles écrites qui définissent en majorité le système politique (la structure hiérarchique, les droits des individus, les pouvoirs prenant les décisions); le système économique (les droits de propriété, les contrats) et la protection du système (justice, police, militaire). Rodrik (2005), quant à lui, a procédé à une typologie des institutions économiques. Il distingue les institutions de création du marché (droits de propriété, respect des contrats), les institutions de régulation du marché (les organismes de régulation, mécanismes de correction des défaillances du marché), les institutions de stabilisation du marché (les institutions monétaires et budgétaires, les institutions de la réglementation et du contrôle prudentiel) et les institutions de légitimation du marché (la démocratie, les institutions de protection et d'assurance sociale).

Le travail pionnier de Coase (1960), portant sur l'allocation des ressources à travers les droits de propriété, constitue une approche des institutions en termes de gouvernance. Le courant ultérieur des droits de propriété, développé en particulier par Alchian et Demsetz (1972), se situe dans cette logique où les droits de propriété sont des institutions qui servent comme instrument de gouvernance. Les institutions servent de cadre de définition des intérêts de tous et de chacun ; elles définissent la dotation initiale des ressources, dissuadent et punissent les comportements violant les règles (Yong, 1994). Les facteurs institutionnels abordés ici sont relatifs à la gouvernance d'entreprise et à ceux juridico financière liés aux pays d'origine des entreprises et pouvant influencer leurs performances.

1- Gouvernance d'entreprise

Le thème « gouvernance d'entreprise » s'est principalement développé au sein de la littérature financière, une recherche bibliographique montre qu'il fait aujourd'hui l'objet d'une forte attention de la part des juristes et des économistes, mais également des politologues, des sociologues et des spécialistes des sciences de gestion, compte tenu de son caractère multidimensionnel et pluridisciplinaire (Charreaux, 2004; Wagana & Nzulwa, 2016). En sciences économiques et de gestion comme en sciences politiques, la gouvernance est définie comme la défense des intérêts des parties prenantes d'une organisation ; « *THE STANDARD DEFINITION of corporate governance among economists and legal scholars refers to the defense of shareholders' interests* » (Tirole, 2001, p. 1). Shleifer et Visney (1997), définissent la gouvernance d'entreprise comme le processus par lequel les apporteurs de capitaux ont l'assurance sur le retour sur investissement.

Hill et Jones (1992) affirment que la gouvernance d'entreprise dans une perspective managériale se réfère au contrôle utilisé pour s'assurer que les actions des dirigeants sont en cohérence avec les intérêts de toutes les parties prenantes. Selon l'analyse pionnière de Berle et Means (1932), qui faisait suite à la crise de 1929, le problème de la gouvernance des dirigeants est né du démembrement de la propriété¹, en une fonction disciplinaire, qui s'appuie sur les systèmes d'incitation et de surveillance, censée être accomplie par les actionnaires, et une fonction décisionnelle supposée être l'apanage des dirigeants, qui s'est produit, au début du siècle, lors de l'émergence de la grande société cotée à actionnariat très diffus, la firme « managériale », où les dirigeants ne détiennent pas une fraction significative du capital. Ce démembrement aurait provoqué une dégradation de la performance des entreprises et une spoliation des actionnaires à cause de la défaillance des systèmes chargés de discipliner les principaux dirigeants.

En raison de la séparation des fonctions réunies habituellement entre les mains du seul entrepreneur, Berle et Means concluaient que la maximisation de la valeur actionnariale ne devait plus être retenue comme objectif de l'entreprise. Les actionnaires de la firme managériale ayant renoncé à exercer la dimension « active » de la propriété et n'accomplissant plus que la dimension « passive » (l'assomption du risque), ils perdaient leur légitimité à être les seuls créanciers « résiduels », autrement dit le droit exclusif à s'approprier le profit, ce statut ne devant être attribué qu'à des acteurs exerçant les fonctions entrepreneuriales actives. Ils préconisaient en conséquence une démarche « partenariale » : la grande entreprise managériale devait prendre en compte les intérêts de l'ensemble de ses partenaires et de la Société. Pour

Charreaux (1997) la gouvernance « recouvre l'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions, autrement dit, qui gouvernent leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire ». Cette définition place le dirigeant au cœur de l'appropriation de la Valeur Partenariale.

1-1- Gouvernance et contexte

Comme l'a évoqué Albouy (2016), la publication du rapport Sudreau en 1975 s'inscrivait dans la filiation du Gaullisme ; c'est-à-dire, la participation des travailleurs, co-surveillance, etc., et se veut une tentative de dépassement de la société capitaliste classique et de sa gouvernance. Des interrogations sont survenues sur les conséquences qui pourraient résulter de la mise en œuvre des propositions de la Commission Sudreau, surtout par rapport à la co-surveillance qui consacrerait la présence minoritaire de représentants des salariés au sein des organes de gestion (Albouy, 2016). Il estime que la création de « la société des travailleurs associés ou la S.A. à la gestion participative » peut être utile, mais il reste plus dubitatif sur les propositions qui visent à modifier les pouvoirs de gestion au sein des sociétés de capitaux.

Sous l'influence du modèle anglo-saxon en matière de gestion et de gouvernance des entreprises, la réflexion des chercheurs qui se tournent vers l'existence d'une spécificité française, notamment par rapport aux nouveaux critères de gestion des entreprises américaines est menée (Orstman, 1983). D'Iribarne (1985) dira que les modèles étrangers de gestion des entreprises, notamment américains, ne sont pas adaptés au « pacte social » français. Il plaide pour un mode français de coopération, car le modèle anglo-saxon est « inadapté aux comportements des français ». Charreaux et Pitou-Belin (1985) en matière de gouvernance d'entreprise se sont intéressés au fonctionnement effectif des conseils d'administration des entreprises. Ils montrent que les conseils d'administration de l'époque, s'ils respectent les obligations légales, n'ont pas de rôle déterminant dans l'initiative et la mise en œuvre des décisions des entreprises, car ils n'en ont ni le temps ni les moyens. Il assimile la composition des conseils aux prédictions de la théorie contractuelle des organisations.

Le concept de contrôle d'une société, très souvent utilisé dans les travaux académiques en gouvernance, mais ne fait pas l'objet d'une définition faisant consensus. En effet, Le Maux (2008) va proposer une méthode originale de détection et d'analyse du contrôle applicable à l'ensemble des sociétés par action quelles que soient la taille et la structure de l'actionnariat.

Dans un genre plus conceptuel, et à la suite des différents scandales qui ont secoué les marchés et les entreprises (Enron, Worldcom, Parmalat, EADS, etc.), Denis (2008) estime qu'il est

urgent de « *forger et défendre les principes d'une logique stratégique et organisationnelle d'exercice du corporate control* ». Au moment où la crise économique frappe les entreprises, Saïas et Greffeuille (2009) montrent que celles-ci doivent reconsidérer leurs mode de pensée et d'action stratégique. Selon ces auteurs, plus que jamais, la performance relative sur les marchés financiers partagera gagnants et perdants. Ainsi, « *la création de valeur pour l'actionnaire en ces périodes difficiles, avec une extrême volatilité des cours, est un défi majeur qui doit être au cœur de l'action stratégique* ». En conséquence, il faut assainir et renforcer les « fondamentaux » générateurs de cash-flow, pivot de la survie, de la sortie de crise et moteur de la consolidation ou des opportunités à saisir (Saïas & Greffeuille, 2009, p. 113).

Denglos (2008) approfondit les préoccupations de Denis (2008) sur l'objectif de l'entreprise et montre que la maximisation de la valeur actionnariale comme mesure de performance stratégique se fonde sur de mauvaises raisons. Pour cet auteur « le principe de maximisation de la valeur actionnariale ne mérite pas la critique radicale dont il a été l'objet au cours de ces dernières décennies de la part des chercheurs en management. Il rejoint ainsi l'analyse d'Albouy (1993). Au-delà du débat sur la légitimité des objectifs de l'entreprise, Dagorn et al. (2013) rappellent que les dirigeants ne sont pas en reste dans la manipulation des comptes.

Pour donner suite à une étude de cas, ils montrent les effets des pratiques de comptabilité créative sur l'espace discrétionnaire des dirigeants et la communication financière des entreprises non cotées. Cette étude montre que les dirigeants d'entreprises sont souvent prêts à utiliser des techniques de comptabilité créative afin de légitimer leurs décisions et /ou de présenter les états financiers de manière plus attractive. Subramanyam (1996) a décomposé le résultat en trois composantes : Cash-flows, *accruals* discrétionnaires et *accruals* non discrétionnaires.

Il est arrivé à démontrer que ces trois composantes sont appréciées par le marché des capitaux, mais de différentes manières. Les *accruals* discrétionnaires, par nature, permettent aux managers de s'engager dans une gestion agressive des résultats qui maximise leurs gains personnels au détriment de ceux de la firme. Le rôle du mécanisme de gouvernement d'entreprise est de renforcer la fiabilité et la crédibilité des *accruals* discrétionnaires en minimisant le « bruit » qu'elles contiennent, augmentant de cette façon leur capacité informative.

Charreaux (2015) constate que la question du gouvernement d'entreprise est indissociable de la notion de latitude (ou de pouvoir discrétionnaire) managériale. Le dirigeant, au centre du nœud de contrats ou de la coalition que constitue la firme, joue un rôle principal dans les décisions déterminant la création et la répartition de la valeur, ces deux aspects n'étant pas

indépendants. La valeur informationnelle des *accruals* discrétionnaires est considérablement réduite si les investisseurs externes pensent que le gouvernement d'entreprise ne peut pas détecter et limiter la discrétion managériale. La qualité du gouvernement d'entreprise affecte le contenu informationnel des *accruals* discrétionnaires. De plus, la qualité du gouvernement d'entreprise affecte la capacité prédictive des *accruals* discrétionnaires (Dhahbi, 2010).

1-2- Modèle financier de la gouvernance, actionnaires et dirigeant d'entreprise

Au départ, Jensen et Meckling (1976) considèrent que l'entreprise est un nœud de contrats, associant la firme et l'ensemble des apporteurs de ressources, mais leur objectif limité d'explication de la structure de financement les conduit à construire un modèle simplifié ne considérant que deux relations d'agence. La première lie le dirigeant aux actionnaires et la seconde, la firme (représentée par les dirigeants et les actionnaires) aux créanciers financiers. A travers leur article, ces deux auteurs avaient donc deux objectifs, d'une part, proposer une théorie contractuelle de la firme fondée sur la théorie des droits de propriété, dans la version particulière associée au modèle de « l'équipe de production » et sur la notion de relation d'agence, d'autre part, montrer comment cette théorie pouvait contribuer à expliquer la structure financière des entreprises.

Cette modélisation initiale, qui plaçait au premier rang, l'analyse de la relation entre un dirigeant-entrepreneur qui ouvre son capital et les nouveaux actionnaires, les actionnaires jouant le rôle du « principal » et le dirigeant, celui de « l'agent », allait donner naissance à la conception actionnariale qui domine encore actuellement les recherches et les réflexions normatives. Traditionnellement associée à la conception légale de la propriété, censée ne reconnaître comme propriétaires, comme seuls créanciers « résiduels », que les actionnaires, elle conduit à attribuer au système de gouvernance le rôle exclusif de « sécuriser » l'investissement financier (Shleifer & Vishny, 1997).

Les mécanismes de gouvernance constituent, selon cette perspective disciplinaire, des moyens d'obliger les dirigeants à « maximiser » la valeur actionnariale. Cette perspective a notamment dominé les travaux portant sur le conseil d'administration, les assemblées générales d'actionnaires, les systèmes de rémunération des dirigeants, la réglementation légale et comptable ou, encore, les prises de contrôle (OPA, OPE...).

Le modèle actionnarial s'appuie cependant, le plus souvent, sur la branche normative de la théorie de l'agence, le courant dit « principal-agent », qui pose par hypothèse, dans son modèle dominant, que les actionnaires sont les seuls principaux et les dirigeants, les agents. Il est

cependant possible de justifier différemment l'objectif actionnarial, de façon plus conforme à la branche positive de la théorie de l'agence issue de l'analyse de Jensen et Meckling. Conformément au principe de sélection naturelle, il suffit de prétendre (M. C. Jensen, 2001) qu'il a émergé de façon endogène des pratiques organisationnelles, en renforçant la probabilité de survie des firmes qui l'avaient adopté. Reste cependant à justifier cet argument en tentant d'identifier les sources de l'avantage conféré.

Charreaux (1996) revisite le gouvernement des entreprises et estime que les théories contractuelles des organisations sont arrivées à leur terme. Il stipule également que les théories de l'enracinement, de la réputation managériale, voire de la dépendance envers les ressources n'apportent que des matériaux très fragmentaires pour expliquer le comportement des dirigeants. La théorie du changement institutionnel proposée par North (1990) serait alors la piste qui apparaîtrait la plus prometteuse, de par son caractère très général et ses fondements théoriques. Charreaux (1997) s'interroge également sur les insuffisances des performances des entreprises publiques en analysant les spécificités de leur système de gouvernance.

Le gouvernement d'entreprise exploiterait la comptabilité comme un des outils (Albouy, 2016). La représentation de la comptabilité, fondée sur l'efficacité organisationnelle, incite à établir un lien direct entre la théorie de la comptabilité et la théorie de la gouvernance des entreprises (Charreaux, 2000). Ce système comptable est diversifié. Ainsi, pour comprendre la diversité des systèmes comptables, la variété des utilisateurs de la comptabilité, l'importance de la réglementation qui ne peut s'expliquer par le seul souci de protéger les actionnaires, il faut adopter une vision plus large de la théorie de la gouvernance, fondée sur la valeur partenariale et sur une notion d'efficacité qui ne se réduit pas au seul critère de la valeur actionnariale mesurée à partir des cours boursiers.

Gillet (1998) parlera de la comptabilité créative qui permettrait aux dirigeants de manipuler le résultat comptable de sorte que « les comptes sociaux ou consolidés ne permettent plus aux administrateurs de contrôler efficacement les dirigeants et induisent le marché financier en erreur ». Ginglinger (2002) rappelle que l'actionnaire apporte des ressources à l'entreprise et, en contrepartie, en attend une rémunération correspondant au risque supporté. La gestion de l'entreprise est le plus fréquemment déléguée à un dirigeant, que l'actionnaire est conduit à contrôler. Ce contrôle peut s'exercer directement par l'exercice des droits de vote lors de l'assemblée générale, ou indirectement par le conseil d'administration. Le marché des prises de contrôle a également un rôle disciplinaire. L'auteur suggère que le levier de la rémunération des dirigeants à la disposition du conseil d'administration peut être également exploité. *« L'actionnaire comme contrôleur... oui, mais avec beaucoup de doigté ! ».*

L'analyse de Barka et Marco (2017) s'articule autour du conseil d'administration en se référant aux deux autres acteurs primordiaux de la gouvernance : les actionnaires et les dirigeants. Leurs résultats soulignent l'importance de la confiance et du contrôle comme deux éléments interdépendants dans la définition du fonctionnement du Conseil d'Administration. Albouy et al. (2017) confirment la thèse selon laquelle les *hedge funds* activistes, par leurs interventions et revendications, contribuent à améliorer les performances opérationnelles et les performances boursières des sociétés. Martinet (2002) de souligner combien l'influence de l'actionnaire sur la formation des stratégies est complexe et reste mal connue. Il reconnaît que « le pouvoir financier est financièrement rationnel quand il combat la diversification de l'entreprise » alors que la stratégie est « nécessairement composite et paradoxale ». « Le contrôleur » actionnaire centralise largement le modèle et les décisions stratégiques qui déterminent le devenir des filiales et gouverne par le contrôle de gestion, les *business plans* chiffrés à horizon court ou moyen, les budgets.

A contrario, l'actionnaire « financier » laisse une large autonomie stratégique à ses filiales qu'il considère comme un portefeuille d'actifs dont il suit scrupuleusement la rentabilité des capitaux engagés (Martinet, 2002, p. 68). Une théorie du gouvernement des entreprises est également une théorie du pouvoir discrétionnaire managérial, c'est-à-dire de la latitude dont disposent les dirigeants pour gérer les différents contrats. La notion de latitude managériale va ainsi dépasser la seule dimension opportuniste, élément essentiel de la théorie des coûts de transaction. Si la latitude managériale peut conduire les dirigeants à faire prévaloir leurs propres objectifs au détriment de ceux des actionnaires (ou de l'ensemble des composantes de la firme), elle peut également être une condition nécessaire à la création de valeur, en élargissant l'espace des choix des dirigeants et en accroissant leur motivation, l'extension du pouvoir présentant un caractère incitatif évident (Charreaux, 2015).

Lorsqu'on cherche à comprendre la structure et le fonctionnement des systèmes non anglo-saxons, son peu de réalisme au vu du rôle minime joué par les actionnaires dans le financement des entreprises ou, encore, la relation ambiguë liant les mécanismes disciplinaires des dirigeants à la performance actionnariale on constate que le pouvoir explicatif du modèle actionnarial est limité. Face à cette réalité, de nouvelles voies sont explorées.

1-3- Gouvernance partenariale

Le modèle contractuel partenarial trouve ses origines dans la représentation de la firme comme nœud de contrats entre les différentes parties prenantes. Le changement principal par rapport au modèle financier intervient au niveau de la répartition en contestant le statut de créancier résiduel exclusif des actionnaires. Cette remise en cause conduit à s'interroger sur le partage de la rente organisationnelle.

Pour Zingales (1998), la gouvernance n'influe sur la création de la rente qu'à travers la répartition. Le rôle de l'entreprise, de ses dirigeants et la nature de leurs obligations envers le reste de la société sont désormais d'une importance capitale et les dirigeants ont l'obligation de reconnaître leur responsabilité auprès de tous ceux dont le bien-être peut être affecté par les décisions de l'entreprise.

Pour gérer le risque, une partie prenante peut soit s'impliquer soit s'appuyer sur l'efficacité présumée des mécanismes de gouvernance en place. L'analyse théorique peut être en termes d'appropriation de la valeur partenariale par les parties prenantes explicites. Les définitions d'une partie prenante varient selon les auteurs.

On peut considérer, comme il a été dit plus haut, Dodd (1932) et Barnard (1938) comme des pionniers de la Théorie des Parties Prenantes lorsqu'ils stipulaient l'idée que l'entreprise doit équilibrer les intérêts concurrents des différents participants dans le but de maintenir leur coopération nécessaire. A partir des années trente, quelques grandes entreprises américaines comme General Electric qui, selon Hummels (1998) reconnaît quatre parties prenantes : les clients, les employés, la communauté et les actionnaires. Les termes « partie prenante » et stakeholder sont utilisés alternativement par le grand public et par un public averti. Pour le grand public, ils sont génériques et sont équivalents à « citoyen » ou à « toute personne participant à la vie publique ». Pour un public averti, ils renvoient à ceux qui ne sont pas actionnaires (Bonnafe-Boucher & Rendtorff, 2014).

Sears et Johnson & Johnson (dont le credo remonte à 1947) ont amorcé une réflexion visant à identifier les principaux groupes participant à leur fonctionnement. Par la suite, les travaux de Penrose (1959) qui appréhende l'entreprise comme une institution cohésive contribuant à la création, à la préservation et au développement de l'apprentissage, ont permis d'enrichir les connaissances sur la nature de la firme et le rôle des dirigeants (Kor & Mahoney, 2004; Pitelis & Wahl, 1998; Rugman & Verbeke, 2002). Les premières réflexions organisées autour du concept de Stakeholder semblent commencer avec la publication de l'ouvrage majeur de Freeman (1984). Pourtant, ce dernier reconnaît lui-même qu'il n'est pas l'inventeur d'une

notion apparue bien avant. Ainsi, la théorie des parties prenantes apparaît, de manière explicite, au début des années 1960 et est ancrée en management stratégique. Ces considérations ne sont pas apparues *ex-nihilo*. Elles s'encastrent dans un contexte économique et juridique préexistant, propice à faire apparaître des controverses fondamentales sur la propriété et les objectifs de l'entreprise (Mercier, 2006).

Comme l'a développé Khaldi (2016), dans la vision la plus restreinte, le concept de partie prenante désignait les groupes indispensables à la survie de l'entreprise. La Stanford Research Institute (1963)² donne la définition suivante : « Tout groupe identifiable dont l'organisation dépend pour sa survie à long terme ». Dans la vision la plus large, proposée par Freeman (1984, p. 46) « *une partie prenante est un individu ou groupe d'individus qui peut affecter ou être affecté par la réalisation des objectifs organisationnels* ». Selon Charreaux et Desbrières (1998, p. 58) « *C'est un agent dont l'utilité est affectée par les décisions de la firme* ». La question est alors d'identifier et de classer les différentes parties prenantes.

Il existe plusieurs classifications des parties prenantes (Miles, 2017). L'auteur présente une classification multidimensionnelle des définitions de la théorie des parties prenantes, basée sur une approche essentialiste de la classification établie par l'observation empirique de 885 définitions de la théorie des parties prenantes. Le modèle de classification proposé représente la première tentative systématique de fusion, de filtrage et de commande des constructions de la notion d'intervenants. L'auteur a proposé 15 classifications différentes composées soit uniquement de demandeur, d'influenceur, de collaborateur, de destinataire ou de leurs combinaisons.

Pour Clarkson (1995), il y a deux groupes de parties prenantes : les parties prenantes primaires et secondaires. Carroll et Nāsi (1997) opposent les parties prenantes internes (propriétaires, dirigeants, employés) aux parties prenantes externes (concurrents, consommateurs, État, etc.). Charreaux et Desbrières (1998) distinguent les parties prenantes volontaires, qui prennent un risque en investissant, et les parties prenantes involontaires, qui s'exposent aux conséquences provoquées par les activités de l'entreprise.

Khaldi (2016) développe l'appropriation de la Valeur Partenariale par les salariés, par les partenaires commerciaux : clients et les fournisseurs, et par les apporteurs de capitaux externes, actionnaires minoritaires et créanciers financiers.

- Le capital humain spécifique encourt un risque semblable à celui encouru par les actionnaires. Les salariés ne peuvent pas diversifier ce risque, car ce capital spécifique

² Khaldi (2016)

perd de sa valeur en sortant de l'entreprise. Ils deviennent donc des créanciers résiduels. Pour limiter les sources de conflits, pouvant engendrer une diminution de productivité et de performance, et assurer la convergence des intérêts, des mécanismes de gouvernance comme l'actionnariat salarié peuvent être utilisés. L'importance des clients pour l'entreprise se démontre par le fait qu'ils mesurent en permanence la qualité des produits et services qu'ils achètent et évaluent régulièrement la situation concurrentielle. Ils sont donc moteurs dans le développement d'offres innovantes. Les clients vont chercher à s'approprier une partie de la Valeur Partenariale.

- En se prononçant sur la qualité des offres, les clients participent de manière directe et immédiate à l'allocation des ressources pour maintenir ou développer un niveau de qualité perçue. Ils mesurent, par leur attitude au quotidien, la performance concurrentielle des produits et des services de la firme. Ils vont indiquer, par leurs préférences, les dimensions de l'offre qui leur paraissent les plus attractives par rapport à leurs besoins. Les dimensions de l'offre qui n'ont pas de valeur pour les clients pourront être éliminées. Mais, les clients vont chercher à réduire le risque, en sélectionnant les produits qui dégagent le plus de valeur et en contractant au prix le plus juste pour un niveau de risque donné. L'appropriation finale de la valeur par les partenaires commerciaux dépend des relations contractuelles qui marquent la chaîne de valeur. En conséquence, le rôle de la gouvernance comme mécanisme réducteur de risque est moins évident. Cependant, les clients et les fournisseurs, au lieu d'avoir avec la firme une relation purement transactionnelle fondée sur une logique où les échanges d'informations sont réduits au minimum, peuvent parvenir à instaurer un modèle relationnel, fondé sur des échanges d'informations entraînant une réduction de l'incertitude et la construction d'une relation de confiance. Ces parties prenantes vont alors travailler en partenariat avec l'entreprise.
- L'auteur considère que les actionnaires ont tous le même statut, celui d'actionnaires minoritaires, donc externes et sans pouvoirs d'action spécifiques sur la firme et sur son dirigeant. Vu sous cet angle, la partie prenante « actionnaires » perçoit une rente liée à son implication relative dans le financement des actifs (selon la structure financière de la firme) et à la politique de dividende mise en œuvre par la firme. Il ne prend pas en compte les conflits d'appropriation de la rente entre actionnaires de contrôle et minoritaires. Une gouvernance efficace serait de nature à protéger les actionnaires minoritaires, ce qui devrait inciter ces derniers à exiger une rente immédiate (dividendes) moins élevée *ceteris paribus*. Quant aux créanciers financiers, ils vont

chercher à s'approprier plus de Valeur Partenariale en exigeant un taux d'intérêt ajusté en fonction du risque. Dans le cas où la situation de la firme est risquée, ils peuvent influencer le dirigeant et le conseil d'administration en brandissant la menace de l'arrêt des financements. En s'appuyant sur l'efficacité présumée d'une gouvernance efficace, les créanciers financiers peuvent maîtriser le risque d'agence, et par conséquent devraient être prêts à contracter à un coût d'opportunité moindre. Le prêteur investit du capital financier, en général sur un horizon assez long (prêt à long et moyen terme) ; il sera sensible à une gouvernance efficace, car cela développera sa confiance dans l'organisation et limitera le risque de comportement opportuniste des dirigeants/actionnaires. Le prêteur acceptera de contracter moyennant une rémunération (taux d'intérêt) moindre.

D'une manière générale, une partie prenante maximise son utilité en trouvant un équilibre entre sa rémunération immédiate (pourcentage de la rente organisationnelle qu'elle s'approprie) et sa prise de risque au travers de la relation contractuelle (incomplétude des contrats). La gouvernance est alors un mécanisme réducteur de risque/instigateur de confiance pour la partie prenante : une gouvernance efficace entraîne moins de risque d'expropriation et plus de confiance. La partie prenante est alors prête à consentir une rémunération immédiate moindre au profit d'une collaboration plus fructueuse dans la durée. Cette relation est conditionnée par l'aversion au risque de la partie prenante et par l'investissement qu'elle réalise dans la relation contractuelle.

1-4- Théorie cognitive de la gouvernance

On distingue, au sein des théories de la gouvernance, le courant disciplinaire du courant cognitif. Le courant disciplinaire de la gouvernance est généralement scindé en deux approches théoriques : la théorie actionnariale et la théorie partenariale de la gouvernance. Cette vision disciplinaire de la gouvernance reste prisonnière des limites des théories de la firme qui la sous-tendent qui, soit ignorent la dynamique productive, soit en donnent une vision restrictive limitée à l'incidence des systèmes incitatifs sur les choix de production. Cette théorie rejette l'hypothèse de rationalité substantielle au profit d'une rationalité dite procédurale. La rationalité ne s'apprécie plus en fonction des décisions, mais des processus qui les régissent.

Dans cette approche théorique de la gouvernance, la création de valeur dépend en priorité de l'identité et des compétences qui sont conçues comme un tout cohérent (Charreaux, 2002). Si le lien entre compétences et rente organisationnelle est reconnu, si la valeur partenariale possède apparemment un meilleur potentiel explicatif que celle de valeur actionnariale, la problématique

reste fondée sur une conception statique et réactive de l'efficacité. Comme corollaire, la clé de l'efficacité dans ces approches se situe dans la capacité du management à imaginer, percevoir, construire de nouvelles opportunités (Lazonick & O'Sullivan, 1998; Lazonick & O'sullivan, 2000; Prahalad, 1994). La création de valeur dépendrait en priorité de l'identité et des compétences de la firme conçue comme un répertoire de connaissance, un ensemble cohérent, dont la capacité à être rentable de façon durable serait liée à la spécificité.

Quand l'action sur l'efficacité se limite à la réduction des coûts nés des asymétries d'information dans la perspective contractuelle, cette action passe par la voie cognitive dans la perspective alternative. La firme a la faculté d'apprendre et de créer de la connaissance : les notions d'apprentissage, de compétence et d'innovation deviennent centrales pour comprendre le processus de création de valeur. La gouvernance s'appréhende alors par sa capacité à influencer la création de valeur via le levier cognitif, par exemple en facilitant l'innovation. A cette conception, est associé le modèle « cognitif » de la gouvernance.

Pour Charreaux (2004), l'ensemble des théories dominant les études et réflexions sur la gouvernance des entreprises s'inscrit dans la perspective de l'efficacité. Les recherches sur ce thème sont généralement centrées sur l'étude de mécanismes susceptibles d'améliorer l'efficacité de l'entreprise à travers la création et la répartition du maximum de valeur permettant d'assurer la pérennité de l'organisation. La valeur est maximisée à un instant donné, l'ensemble des opportunités d'investissement étant supposé connu au moins des dirigeants et le choix des investissements se faisant selon l'analogie du menu.

La dimension principale, conformément à la perspective disciplinaire, reste l'organisation d'une répartition de la rente suffisamment incitative pour maximiser la valeur. Le processus de création de valeur à travers, notamment, l'émergence des ensembles d'opportunité reste ignorée. Pour appréhender ce processus, il faut faire appel aux théories cognitives de la firme. Contrairement aux théories disciplinaires qui peuvent, lato sensu, s'interpréter comme des prolongements du modèle économique néoclassique, elles rompent avec celui-ci. Elles rejettent, en particulier, l'hypothèse de rationalité calculatoire, limitée ou non, au profit de celle de rationalité procédurale. La rationalité s'apprécie non plus en fonction des conséquences des décisions, mais des processus qui les régissent. Dans ces théories, la création de valeur dépend en priorité de l'identité et des compétences de la firme, conçue comme un ensemble cohérent (Teece et al., 1994).

1-5- Gouvernance comportementale

Depuis les années 1980, l'économie et la finance ont vu la montée en puissance et la consécration de l'approche comportementale. Elle a mis à jour l'existence de nombreux biais comportementaux qui suivent souvent les mêmes schémas chez les décideurs ou les investisseurs (Camerer et al., 2011; De Winne & D'Hondt, 2017). Trois chercheurs en particulier ont joué un rôle clé dans l'avènement de l'économie comportementale : les psychologues Daniel Kahneman et Amos Tversky qui ont réalisé des expériences de psychologie ayant révélé certains phénomènes cognitifs, et l'économiste Richard Thaler qui a montré en quoi la prise en compte de ces phénomènes psychologiques pouvait enrichir l'analyse économique standard néoclassique (Thaler, 2015).

Si la gouvernance agit sur les dirigeants par le biais des leviers disciplinaires et cognitifs, le courant comportemental qui s'est développé en économie et en droit permet de comprendre que l'efficacité de ces leviers est tributaire des biais comportementaux qui affectent les décisions managériales ; c'est la vision large de la façon dont l'analyse de la loi et de l'économie peut être améliorée par une attention accrue aux connaissances sur le comportement humain réel (Jolls et al., 1998).

De nombreux commentateurs des deux dernières crises mettent en avant, pour les expliquer, une dimension comportementale : les décisions des agents économiques, particulièrement celles des dirigeants, seraient affectées par des biais cognitifs et émotionnels, occasionnels ou systématiques. Ces biais pourraient être à l'origine de pertes de valeur plus importantes que celles liées à l'opportunisme. L'étude de l'incidence de ces biais sur les décisions financières, notamment celles des investisseurs financiers, a fait l'objet de nombreux développements. Ces biais permettent également de mieux appréhender les erreurs managériales. Leur prise en compte conduit à redéfinir la fonction des systèmes de gouvernance de façon soit à éviter que ces biais ne se manifestent, soit à corriger leurs effets lorsqu'ils sont négatifs.

Ces biais, s'ils affectent les décisions des dirigeants, peuvent également troubler le bon fonctionnement des mécanismes de gouvernance. Ainsi, la formation de bulles spéculatives sur le marché financier peut nuire par l'euphorie qu'elle provoque à l'efficacité de la discipline exercée par certains mécanismes, par exemple, la surveillance assurée par les analystes financiers. On peut, en conséquence, proposer d'introduire une dimension comportementale dans la modélisation de la gouvernance afin de mieux comprendre ses éventuelles défaillances et de renforcer l'efficacité de ses actions disciplinaires et cognitives (Charreaux, 2009). Le nouveau courant de recherche, en matière de stratégie d'entreprise, s'appuie sur l'hypothèse selon laquelle l'une des clefs du processus stratégique, peut-être la seule, réside dans la pensée

des dirigeants, dans ses contenus et dans ses mécanismes (Laroche & Nioche, 2015). Powell et al. (2011) ont proposé d'introduire l'approche comportementale en management stratégique dans un article princeps publié dans le *Strategic Management Journal*.

Charreaux (2005) a entrepris une réflexion qui montre les problèmes soulevés par la notion de biais comportemental et son intégration dans la théorie de la gouvernance. Cette intégration peut s'opérer en sauvegardant un cadre d'analyse reposant sur la logique de la création de valeur, mais élargi pour tenir compte de l'incidence des biais comportementaux. Il suffit de greffer l'incidence de ces biais tant sur les coûts d'agence traditionnels associés aux conflits d'intérêts, que sur les gains et les coûts de compétences. Cette question n'est évidemment pas spécifique au champ de la stratégie, mais elle y recouvre une importance toute particulière.

Dans leur théorie comportementale de la firme, Cyert et March (1963) avaient déjà décrit un mécanisme général par lequel l'agrégation des comportements d'individus ayant des objectifs, ressources, et horizons temporels divergents produit néanmoins des phénomènes collectifs organisés. Ce mécanisme de nature politique met en jeu la formation de coalitions, des processus de négociation, et des stratégies de résolution des conflits. Cependant, Powell et al. (2011) rappellent que bon nombre de chercheurs considèrent que le niveau d'analyse pertinent en stratégie est celui de la firme et se soucient donc peu du niveau individuel.

Powell et al. (2011) font valoir que l'hétérogénéité des firmes s'explique aussi certainement par des phénomènes psychologiques, qui font que certaines firmes échouent en ce qui concerne la saisine des opportunités stratégiques, la résolution des problèmes organisationnels, ou encore l'imitation des ressources imitables. En se démarquant du cadre néoclassique, la stratégie comportementale réhabilite aussi le rôle du hasard en stratégie (Liu et al., 2015) et les individus traiteraient l'information de façon linéaire dans leur méta-analyse couvrant des décisions allant de la psychiatrie à la finance. Ce caractère linéaire du traitement de l'information est une propriété remarquable qui est certainement la résultante d'un ensemble de caractéristiques et de contraintes cognitives générales (Berthet, 2016).

Selon Powell et al. (2011, p. 1371), on peut noter que, alors que la théorie comportementale de la firme de Cyert et March (1963) était apparue en réaction à la théorie néoclassique de la firme, la réapparition actuelle du courant comportemental en management stratégique apparaît moins en réaction à un paradigme dominant que pour promouvoir un mode d'approche multi-niveaux des phénomènes stratégiques. La stratégie comportementale ne constitue donc pas un changement de paradigme dans la recherche en management stratégique, mais un point de vue pouvant potentiellement enrichir l'étude et la compréhension des phénomènes stratégiques (Berthet, 2016).

Globalement, malgré l'existence de définitions hétérogènes, les chercheurs classent souvent les définitions existantes de la gouvernance d'entreprise comme « étroites » ou « larges ». En prélude, la dichotomisation étroite-large est basée sur la mesure dans laquelle un régime de gouvernance d'entreprise se concentre essentiellement sur la satisfaction des intérêts paroissiaux des actionnaires ou la satisfaction des intérêts plus larges de divers groupes d'intervenants sociétaux (Ntim, 2018).

2- Code de bonne gouvernance et gouvernance des entreprises cotées sur la BRVM.

Le rôle croissant des investisseurs financiers dans le développement de l'économie et la multiplication des scandales financiers depuis l'an 2000 suscitent des débats et des controverses sur la bonne gouvernance des entreprises cotées en bourse. Dans le paradigme contractuel, les débats sur la gouvernance ont largement consacré la valeur actionnariale comme modèle dominant (Hansmann, 1996), et dans lequel les actionnaires sont les seuls créanciers résiduels (M. C. Jensen, 2001).

Nombre d'études empiriques ont montré qu'il existe plusieurs structures de gouvernance dont certaines respectent les standards de bonnes pratiques. Ces derniers peuvent être par conséquent synthétisés à travers un indice reflétant ces pratiques. D'autant plus que le but de l'étude de la qualité de la gouvernance est de satisfaire les besoins des investisseurs et de les protéger des manœuvres des dirigeants (Standard & Poor, 2002; Standard, 1998), plusieurs organismes ont mis à la disposition du public des indices de gouvernance. L'analyse des processus de normalisation comptable, de gouvernance et prudentielle est dominée par les théories politico-contractuelles (Bessire, 2009).

Jeffers et Plihon (2001) analysent l'impact des investisseurs anglo-saxons sur la gouvernance des entreprises. Selon eux, il existe un lien étroit entre les règles juridiques qui encadrent ces acteurs aux États-Unis et les principes de gouvernance imposés par ces mêmes acteurs aux entreprises dont ils sont actionnaires. Les auteurs montrent, qu'au-delà de leur diversité, les investisseurs institutionnels américains poursuivent des objectifs communs. En effet, les investisseurs ne peuvent pas avoir une idée précise sur la gestion de l'entreprise en évaluant simplement les documents publiés.

En ce sens que ces investisseurs ont besoin de connaître d'une part la nature des relations qui lient les administrateurs indépendants et d'autre part le lien entre ces derniers et le dirigeant. Les investisseurs voudraient bien connaître la contribution des administrateurs dans la résolution des problèmes et le contrôle des décisions qui peuvent affecter la gestion. Il est

également à considérer que les investisseurs se posent des questions sur la détermination de la politique de rémunération et sur le fonctionnement du comité d'audit.

Des organismes ayant calculé un score de gouvernance, il peut être cité Standard & Poor dont l'indice est basé sur la transparence et la bonne divulgation des informations. Ainsi ce dernier « *est une synthèse des politiques internationales, des procédures actuelles et de la gouvernance* ». Dans cette étude, la firme Standard et Poor suppose que la qualité de la gouvernance peut être étudiée en se basant sur la structure de propriété et sa concentration, la nature des relations qui lient les différents acteurs, la transparence et la divulgation de l'information et la structure du conseil d'administration et son fonctionnement.

De manière similaire, *l'Institutionnal Shareholders service* (ISS) a développé en 2003 un indice de gouvernance prenant en considération 61 variables relatives au conseil d'administration, la rémunération du dirigeant, la structure de propriété, les pilules empoisonnées, la structure de capital et autres facteurs qualitatifs (l'âge de la retraite des administrateurs, les réunions des administrateurs externes, le plan de succession du dirigeant.). Qu'est-ce qu'une bonne gouvernance ?

Cette question fait aujourd'hui l'objet de nombreux débats théoriques, elle est également au cœur des préoccupations des entreprises et des institutions politiques et boursières qui ne cessent de définir et de redéfinir de façon plus ou moins précise les règles de la gouvernance des entreprises. Les bonnes pratiques de gouvernance, gages de confiance des actionnaires amélioreraient la visibilité de l'entreprise par le marché en période de crise (Olivéro & Ezzine, 2011). Il est observé depuis le milieu des années 1990 une multiplication des lois, règles et standards visant à définir les « meilleures pratiques » en matière de gouvernance. D'après la liste fournie par *l'European Corporate Governance Institute*, 193 codes auraient été publiés entre 1992 et 2006 : 180 codes nationaux émanant de 60 pays différents et 13 codes internationaux.

Tout se passe comme si aucun pays ne pouvait se permettre de se passer d'un code de bonne conduite : dans une logique de compétition internationale, le code agit alors comme un signal offrant une garantie aux investisseurs. Le processus de diffusion de ces codes révèle par ailleurs une accélération du rythme annuel de publication depuis 1999, dans le sillage des travaux de l'OCDE : en effet, on dénombre la publication de 26 codes sur la période 1992-1998, puis une publication de 21 codes par an en moyenne sur la période 1999-2006. Cette prolifération de règles fait en effet suite à de multiples scandales financiers largement médiatisés qui ont créé un climat de méfiance auprès des investisseurs, mais aussi auprès de l'ensemble de la société civile. Le débat dépasse ainsi largement le monde des affaires et devient un enjeu politique. Ces

scandales ont par exemple conduit en France le législateur à réagir à trois reprises : en 2001 par la loi sur les nouvelles régulations économiques (NRE), en 2003 par la loi de sécurité financière (LSF) et en 2005 par la loi pour la confiance et la modernisation de l'économie.

Il en va de même aux Etats-Unis avec la loi Sarbanes-Oxley. Réguler, sécuriser, restaurer la confiance des investisseurs sont, en effet, apparus pour les Etats comme des enjeux vitaux. C'est pourquoi les Etats se sont employés à définir des règles générales qui sont ensuite explicitées et détaillées par des codes de bonne conduite qui se diffusent à leur tour largement sur le terrain avec la publication de chartes et de règlements intérieurs au sein des entreprises. Les règles encadrant la gouvernance d'entreprises n'ont pas forcément besoin d'être dictées par le législateur ; elles n'ont même pas besoin d'être conscientes : il suffit qu'elles guident les conduites et les actions. La gouvernance renvoie donc aussi bien à une logique d'autorégulation qu'à une logique de régulation volontaire ou imposée, nationale ou internationale. La dynamique de la vie des entreprises et des institutions implique, à chaque instant, que des accords, des arrangements et des compromis, implicites ou explicites, se nouent entre les entreprises, l'Etat et la société civile. Chacune de ces nouvelles règles doit faire la preuve de sa viabilité et de sa capacité régulatrice pour être acceptée par l'ensemble des acteurs et qualifiée de règle de « bonne » gouvernance.

Parler du système ouest africain de gouvernance des entreprises revient à présenter les recommandations du nouveau cadre juridique en vigueur en Afrique depuis 1998 à savoir : l'acte uniforme de l'Organisation pour l'Harmonisation en Afrique du Droit des Affaires (OHADA) portant droit des sociétés. L'acte uniforme portant droit des sociétés ainsi que l'acte uniforme relatif au droit comptable et à l'information financière (AUDCIF, 2017) a introduit dans l'environnement économique des affaires une nouvelle forme de société : la société unipersonnelle qu'elle revête la forme de société anonyme (SA) ou de société à responsabilité limitée (SARL). Cette innovation a entraîné deux modes de gouvernance :

- La gouvernance par le Conseil d'Administration (CA) lorsque le nombre d'actionnaires est égal ou supérieur à trois ;
- La gouvernance par un administrateur général qui cumule les fonctions d'administration et de direction lorsque le nombre d'actionnaires est inférieur ou égal à trois.

Les sociétés cotées sont désormais classées comme entités d'intérêts publics (EIP). Le Conseil d'Administration comprend entre trois et douze administrateurs sauf dans les sociétés faisant appel public à l'épargne qui peuvent recruter jusqu'à quinze administrateurs ou d'autres qui peuvent avoir un administrateur général (AUSGIE, 2014). En cas de fusion, ce nombre peut être porté à vingt à condition que les administrateurs aient été en fonction dans leur société

depuis au moins six mois. D'une façon générale, ce modèle consacre la priorité et la protection des actionnaires. Si on en juge par le caractère impératif de l'acte uniforme, ce modèle peut être qualifié de gouvernance quasi-légaliste.

3- Les facteurs juridico financiers relatifs aux pays d'origine des sociétés en matière de gouvernance d'entreprise.

Les questions reposant sur le pays d'origine d'une entreprise, quand elles ne sont pas favorables, peuvent contribuer à renforcer les incertitudes des investisseurs en ce qui concerne la sécurité et la sûreté de leurs investissements. Depuis de nombreuses années, les chercheurs financiers ont souligné les avantages que la diversification transfrontalière peut apporter aux portefeuilles d'actions (Eldor et al., 1988; Grauer & Hakansson, 1987; Grubel, 1968; Levy & Sarnat, 1970; Santis & Gerard, 1997; Solnik, 1974).

Bermejo et al. (2017) constatent une augmentation substantielle en nombre et en valeur des titres cotés et disponibles pour les transactions sur des marchés situés hors du pays d'origine des entreprises. Selon ces auteurs, la hausse des titres étrangers dans de nombreux marchés a permis aux investisseurs d'accroître leur diversification internationale en investissant dans ces titres. Les auteurs constatent également que le nombre croissant de titres étrangers affecte les entreprises en fonctions des facteurs pays. Ainsi, l'investissement dans un portefeuille qui comprend des titres étrangers est un moyen efficace de se substituer à des stratégies internationales de diversification.

Malgré les avantages, la recherche a également montré que les investisseurs n'utilisent pas toujours de telles opportunités de diversification internationale. Les investisseurs ont tendance à allouer une fraction relativement importante de leur richesse aux actions nationales, phénomène que l'on appelle couramment le «biais domestique» (Obstfeld & Rogoff, 2000; Tesar & Werner, 1995).

Tout d'abord, il existe de fortes preuves d'un « biais domestiques » dans les portefeuilles d'investissement nationaux malgré les gains potentiels de la diversification internationale. Deuxièmement, la composition du portefeuille de titres étrangers semble refléter des facteurs autres que la diversification des risques. Troisièmement, le volume élevé des flux de capitaux transfrontaliers et le taux de roulement élevé sur les placements en titres étrangers par rapport au chiffre d'affaires sur les marchés boursiers nationaux suggèrent que les coûts des transactions variables sont une explication improbable du biais domestique (Tesar & Werner, 1995).

Bien qu'il existe un éventail de risques potentiels liés aux pays, les chercheurs en finance citent souvent les environnements réglementaires et juridiques instables comme un facteur dissuasif important pour l'investissement étranger. Contrairement aux autres types de signaux qui émanent de l'entreprise elle-même ou par le biais d'affiliations de tiers, le pays d'origine d'une entreprise cotée à l'étranger représente un signal extra-organisationnel unique.

Conformément à la perspective de la signalisation, les entreprises des pays ayant des environnements juridiques «douteux» peuvent éveiller les soupçons des investisseurs potentiels sur la sécurité et la sûreté de leurs investissements (Bell et al., 2014; Bell et al., 2008; Filatotchev et al., 2012). Des études ont révélé que la protection juridique accordée aux investisseurs extérieurs a une incidence importante sur la taille, la valeur et la liquidité des marchés des capitaux d'une nation.

La Porta, et al. (1998) constatent que les actionnaires sont mieux protégés lorsque certaines normes sont assurées par le droit des sociétés, y compris (1) la procuration par courrier, (2) le non-blocage des actions avant l'assemblée, (3) le vote cumulatif ou la représentation proportionnelle pour désigner les membres du conseil d'administration, (4) la protection des minorités opprimées, (5) le droit de préemption sur de nouvelles émissions et (6) un pourcentage relativement faible des actionnaires requis pour convoquer une assemblée extraordinaire. Si les pays de *common law* tendent à accorder la meilleure protection juridique aux investisseurs, les pays de droit français accordent la protection la plus faible. D'autres auteurs ont également cherché à examiner le soutien que l'environnement juridique d'un pays offre aux organisations qui cherchent des ressources supplémentaires (La Porta et al., 1999; La Porta et al., 1998). Demirgüç-Kunt et Maksimovic (1998) utilisent, par exemple, les indicateurs de la loi et de l'ordonnance du *International Company Risk Guide* sur l'efficacité du système juridique d'un pays plutôt que sur les mesures identifiées par La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, et Vishny (1999, 1998) pour montrer que les pays dotés de systèmes juridiques appropriés offrent une plus grande protection du financement extérieur à long terme et sont en mesure de croître plus rapidement.

Roe (2003) a critiqué l'identification de la *common law* comme fournissant des niveaux de protection intrinsèquement élevés pour les droits des actionnaires en suggérant qu'une grande partie de la protection offerte aux actionnaires aux États-Unis a résulté d'une législation qui était nécessaire parce que les tribunaux de *common law* ne protégeaient pas suffisamment les droits des actionnaires. Pourtant, malgré ces critiques, les systèmes juridiques anglo-saxons semblent renforcer la protection des droits des actionnaires (Coffee, 2002). De plus, La Porta et al. (1998, 1999) ont observé que l'activité de financement est sensiblement réduite dans les

pays où les systèmes de protection des investisseurs sont faibles. Ces résultats appuient la recherche de Lins, Strickland et Zenner (2005), ainsi que celle de Reese et Weisbach (2002), qui montrent qu'une protection plus faible des actionnaires sur un marché domestique peut être une des raisons pour lesquelles un certain nombre d'entreprises étrangères publiques ont choisi de coter leurs actions à la fois sur leur bourse locale et sur les bourses étrangères. Selon Omran et al. (2008), la concentration de l'actionnariat est une réponse endogène à une protection juridique faible des investisseurs.

Cependant, le modèle de Burkart et al. (2014) montre qu'une protection accrue des investisseurs a une incidence positive sur le canal de la productivité. Une meilleure protection des investisseurs rend plus probable le transfert du contrôle à des propriétaires plus productifs. Cette idée est soutenue par Larraín et al. (2017).

Pour ces auteurs, la protection des investisseurs modifie l'importance relative de la productivité et de l'échelle en tant que moteurs des transferts de contrôle des entreprises. Ils ajoutent : quand la protection des investisseurs est forte, le principal moteur des acquisitions est la possibilité de transférer le contrôle à un acquéreur plus productif ; puisque les contraintes financières sont moins strictes pour toutes les entreprises lorsque la protection des investisseurs est forte, la possibilité de transférer le contrôle à un acquéreur avec un avantage financier simplement pour gagner en ampleur est moins pertinente.

Les données sur la gouvernance d'entreprise et les pratiques de divulgation révèlent une grande variation entre les pays en fonction de la protection juridique des investisseurs (Durnev & Kim, 2005). Selon Durnev et Kim (2005), un modèle simple identifie trois attributs d'entreprise liés à cette variation : les opportunités d'investissement, le financement externe et la structure de propriété. Ils constatent que les trois attributs de l'entreprise sont liés à la qualité des pratiques de gouvernance et de divulgation. Le niveau de divulgation de l'information varie considérablement en fonction des entreprises et de son pays d'origine et la performance financière dépend de la facilité les informations de l'entreprise sont disponibles au public (Berglöf & Pajuste, 2005).

Des études expliquent l'adoption rapide des normes internationales d'information financière par des avantages propres aux entreprises. Elle représente parfois des contraintes imposées par les marchés financiers. Cependant, l'adoption de ces normes entraîne également une divulgation accrue et des choix comptables réduits, entraînant d'avantages une perte pour les initiés de la société. Renders et Gaeremynck (2007) soutiennent que cette perte dépend des caractéristiques de l'environnement institutionnel (c'est-à-dire le niveau de protection des

investisseurs). Ainsi, l'amélioration de la protection des investisseurs permettra de combler des pertes susceptibles de subvenir et de s'armer pour faire face à la concurrence.

Toutefois, sur la base d'un échantillon de 35 entreprises cotées sur une période allant de 1998 à 2002, Turki et Omri (2008) ont montré que la propriété familiale et managériale se comporte plutôt négativement dans le domaine de la divulgation volontaire d'informations ; d'un autre côté, la propriété institutionnelle améliore la stratégie de divulgation volontaire. De plus, la relation entre la propriété managériale et le niveau de divulgation volontaire est non linéaire. Labelle et Schatt (2003) indiquent que, conformément aux prédictions de la théorie de l'agence, la qualité des rapports annuels croît avec la dilution de l'actionnariat.

Melis, Gaia et Carta (2015) constatent que le niveau de divulgation volontaire est significativement associé aux incitations spécifiques aux entreprises, telles que la demande d'information émanant des investisseurs et le besoin de légitimité. Cette étude fournit également la preuve que l'information divulguée dans les documents des entreprises ne permet pas aux lecteurs d'obtenir une image complète de la rémunération des administrateurs. Les bonus sont mal divulgués même s'ils constituent un élément clé de la rémunération des administrateurs.

Les pratiques de rémunération ont été également reconnues comme éléments pouvant être induits par le cadre légal du pays d'origine de la société. Ces pratiques peuvent avoir un lien étroit avec les caractéristiques des sociétés. Kang et Nanda (2018) montrent que la taille de l'entreprise et la présence du comité de rémunération sont significativement liées à l'indice de divulgation et de conformité de la rémunération des dirigeants. La divulgation de la rémunération est jugée dépendante du temps, car les variables nominales de temps pour toutes les années sont significatives. Sur la même direction, les résultats des études de DeBoskey et al. (2018) démontrent que l'existence d'un comité qui établit et revoit les principales activités politiques et les politiques de divulgation, en particulier celles qui sont entièrement composées d'administrateurs externes, améliore considérablement la transparence de la divulgation politique des entreprises et révèle qu'un comité de conseil, améliore effectivement la transparence dans la divulgation des politiques de l'entreprise.

La création de la valeur pour l'ensemble des parties prenantes de la société va alors dépendre de comment les pratiques de gouvernance d'entreprise s'ajustent avec cadre légal du pays et/ou de la région. La gouvernance en tant que constructrice du Business Model doit donc veiller à son élaboration et à son évolution.

Le mode d'organisation des transactions par les entreprises pour créer de la richesse va au-delà de la gouvernance et intègre le Business Model de l'entreprise qui est la manière dont celles-ci

créent de la richesse. La rubrique qui suit est consacrée au concept de Business Model et ses dimensions.

II- Business Model : Approche historique et dimensions

Défini comme une représentation synthétique des aspects majeurs de l'activité d'une entreprise ou d'une organisation, le Business Model a connu des évolutions dans le temps et a plusieurs dimensions.

1- Approches historiques du Business Model

La première occurrence du modèle économique remonterait aux années 1960, dans un article de Jones et al. (1960)³ publié dans *l'Accounting Review*, mais Bellman et al, l'évoquaient déjà en 1957 (Bellman et al. 1957). Ensuite, l'expression peut se retrouver dans les années 1980, avec une réelle émergence dans les années 1990, en relation directe avec le nombre croissant de start-up sur Internet. Depuis, le Business Model est devenu un concept courant, non seulement dans le monde de l'entreprise, mais encore dans les milieux académiques (Hedman & Kalling, 2003; Verstraete & Jouison-Laffitte, 2009; Warnier et al., 2004). Il est défini par plusieurs auteurs de plusieurs manières (Eden & Ackermann, 2000; Gartiser et al., 2004; George & Bock, 2011; Jensen, 2013; Lecocq et al., 2006). Le problème de fondement théorique va être soulevé plus tard (Zott & Amit, 2007, 2008). L'idée de le conceptualiser va naître chez certains (Tracey & Jarvis, 2007).

La multiplicité des approches rend ainsi difficile toute tentative de généralisation (Zott et al., 2010). Le concept de Business Model fait l'objet de nombreuses contributions qui visent notamment à le définir. Selon une approche extensive et multidimensionnelle (Demil & Lecocq, 2010; Demil et al., 2013; Johnson et al., 2008; Osterwalder et al., 2005) il est généralement décrit comme un ensemble de composantes financières, stratégiques et organisationnelles qui sont en interaction dynamique et qui permettent de comprendre comment une entreprise crée de la valeur.

Un *Business Model* d'une entreprise est une idée quelque peu insaisissable de la façon dont les activités sont menées afin de créer et de saisir la valeur économique (Mäkinen & Seppänen, 2007; Teece, 2010; Zott et al., 2011). Ni la recherche théorique ni la recherche empirique fournissent des réponses suffisantes à la question de savoir ce qu'est un *Business Model* durable (Schaltegger & Wagner, 2011; Wagner, 2007). Outre le fait que la durée d'un Business Model

³ Osterwald (2004)

est encore en développement, l'intégration du *Business Model* à la durabilité évoque des défis conceptuels significatifs : l'intégration des aspects de durabilité économiquement pertinents avec la réussite des entreprises est une tâche multidimensionnelle (Schaltegger & Wagner, 2011). De plus, la cartographie des liens entre le *Business Model* et les *Business Cases* pour la durabilité peut être utile pour passer d'un business case unique ou événementiel à la durabilité et au *Business Model* durables qui servent de modèles pour reproduire les *business cases* de façon régulière. En d'autres termes, le passage de la création d'un *business case* unique à un *business case* continu peut être étayé par une logique du *Business Model* qui positionne la durabilité comme une partie intégrante de la proposition de valeur de l'entreprise et de la logique de création de valeur.

Les considérations théoriques suggèrent qu'il devrait exister différentes approches pour intégrer les aspects de durabilité dans un *Business Model* et les étendre. Ces derniers devraient être directement liés au degré d'intégration des aspects environnementaux et sociaux dans la stratégie de durabilité de l'entreprise qui est sous-jacent du *Business Model* (Lüdeke-Freund, 2009). D'une manière générale, il semble évident que, à mesure que les questions environnementales et sociales gagnent en pertinence dans la stratégie, des changements plus étendus du modèle économique doivent être effectués. Cela peut inclure à la fois des modifications de modèles existants ainsi que le développement de nouveaux modèles à partir des esquisses.

Dans la littérature sur l'information comptable (EFRAG et al., 2013; EFRAG et al., 2014), le concept de Business Model est généralement considéré dans une vision plus restrictive, soit limitée au mode de génération des cash-flows et au processus de création de valeur actionnariale, soit assimilée à d'autres concepts déjà existants tels que le principe de prééminence du fonds sur la forme ou la comptabilité d'intention (Leisenring et al., 2012). Le Business Model ou modèle économique est considéré comme un outil de pilotage permettant de comprendre comment une organisation investit et génère de l'argent. Le modèle économique est centré sur les revenus et la marge dégagés et non sur l'avantage concurrentiel, notion importante en stratégie, mais objet de critique du fait de son manque de réalité empirique (Powell, 2001), contrairement aux approches traditionnelles de stratégie d'activité.

Le terme *Business Model* (BM) était abondamment mobilisé par les praticiens et plus généralement le monde des affaires, les chercheurs en stratégie rechignaient à s'en emparer (Warnier et al., 2004). Ces auteurs identifient les raisons de ce désintérêt. Elles s'expliqueraient par un rattachement peu clair de la notion de *Business Model* au champ de la stratégie et reste trop souvent ancrée dans les secteurs de l'e-business et le champ de l'entrepreneuriat. Pourtant,

une définition restrictive de ce concept, l'expliquant comme recouvrant les choix effectués par une entreprise pour générer des revenus, permet de dégager les multiples questions soulevées par cette notion par rapport aux ressources et compétences qui sont susceptibles de générer des revenus ; les acteurs qui exploitent ces ressources et compétences ; les acteurs qui payent pour l'acquisition et l'utilisation de ces ressources ; la structure des revenus ; les modalités de rémunération de l'utilisation de ces ressources ; les coûts et la structure organisationnelle qu'implique le BM retenu. Cette idée se retrouvait chez Hedman et Kalling (2003) qui affirmaient que le concept de *Business Model* est de plus en plus populaire dans la littérature du système d'information, de management et stratégie. Il est utilisé dans de nombreux domaines de recherche, y compris la théorie de la stratégie traditionnelle et dans le corpus de la littérature sur le commerce électronique.

Cependant, le concept est souvent utilisé indépendamment de la théorie, ce qui signifie que les composantes du modèle et leurs interrelations sont relativement obscures. Ces auteurs proposent d'inclure les clients et les concurrents, l'offre, les activités et l'organisation, les ressources et les interactions du marché des facteurs. Les interrelations causales et les processus longitudinaux par lesquels évoluent les modèles d'affaires devraient également être inclus. Comme le font remarquer Bertrand et al. (2012), les débats autour du concept se sont élargis sur la normalisation comptable et financière, qui questionnent notamment la place et le format adaptés à ce type d'information.

Apparu avec la nouvelle économie, le concept de « Business Model » ou « modèle économique » a été repris par de nombreux champs disciplinaires des sciences de gestion. Ce n'est que très récemment, sous l'impulsion des organismes de normalisation (ASB, 2009; EFRAG et al., 2013; EFRAG et al., 2014; FRC, 2010), qu'il fait son apparition dans la littérature comptable. La manière dont ce concept pourrait être mobilisé en vue d'accroître l'utilité des nombres comptables fait débat : il peut en effet être considéré soit comme un principe guidant les règles de comptabilisation et d'évaluation des transactions, soit comme une base d'informations additionnelles (Disle et al., 2016).

Par exemple, le Financial Reporting Council (FRC) a introduit dans le UK Corporate Governance Code, une obligation d'inclure des informations sur le Business Model dans les rapports annuels des entreprises. L'explication en des termes clairs du Business Model permet d'avoir un reporting de grande qualité (PwC, 2014).

C'est dans cet esprit que l'Acte Uniforme relatif au Droit Comptable et à l'Information Financière (AUDCIF, 2017 Article 25 à 34) précise qu'un jeu complet d'états financiers annuels comprend le Bilan, le Compte de résultat, le Tableau des flux de trésorerie ainsi que les Notes

annexes. Les Notes annexes complètent et précisent, l'information donnée par les autres états financiers annuels. Les Notes annexes contiennent des informations complémentaires à celles qui sont présentées dans le Bilan, le Compte de résultat et le Tableau des flux de trésorerie. Les Notes annexes fournissent des descriptions narratives ou des décompositions d'éléments présentées dans les autres états financiers, ainsi que des informations relatives aux éléments qui ne répondent pas aux critères de comptabilisation dans les autres états financiers. Elles comportent tous les éléments de caractère significatif qui ne sont pas mis en évidence dans les autres états financiers et sont susceptibles d'influencer le jugement que les utilisateurs des documents peuvent porter sur le patrimoine, la situation financière et le résultat de l'entité. Il en est ainsi notamment pour le montant des engagements donnés et reçus dont le suivi doit être assuré par l'entité dans le cadre de son organisation comptable.

« *Le Business Model est une configuration de choix intermédiaires entre la stratégie et les pratiques qui influence la façon dont une organisation crée et redistribue de la valeur économique et sociale* » (Maucuer, 2013, p. 49). C'est cette dernière dimension que l'on retrouve dans le cadre conceptuel de l'IASB qui caractérise la performance sous un angle purement financier.

L'EFRAG, l'ANC et le FRC ont publié un papier de recherche en décembre 2013. Ils réduisent le concept de Business Model uniquement à sa dimension financière : « *Notre conception du terme Business Model se concentre sur le processus de création de valeur d'une entité, c'est-à-dire comment l'entité génère des cash-flows* ». Selon le cadre conceptuel de 2010 de l'IASB, l'objectif de l'information financière à usage général est de fournir de l'information financière sur l'entité comptable, clairement identifiée, qui soit utile à toutes les parties prenantes pour qu'elles prennent des décisions rationnelles quant à la fourniture de ressources à l'entité. De manière implicite dans le cadre conceptuel de l'IASB et de manière explicite dans la nouvelle norme IFRS 9 sur les instruments financiers, la référence à cette dimension financière du modèle économique (flux de trésorerie futurs générés par la prise de décisions économiques) est évoquée (Obert, 2014).

En dehors de la norme IFRS 9, aucune référence explicite au modèle économique n'apparaît dans le référentiel IFRS, traduisant ainsi la prudence de l'IASB vis-à-vis de ce concept. Les raisons qui peuvent expliquer cette prudence sont liées au risque de privilégier la comptabilité d'intention (*management intent*) au détriment des principes de neutralité et de comparabilité de l'information financière, définis comme caractéristiques qualitatives auxiliaires dans le cadre conceptuel de 2010. Les caractéristiques qualitatives fondamentales de l'information financière sont la pertinence et la représentation fidèle des opérations.

2- Les dimensions du Business Model

2-1- Business Model multi-face

L'effort de compréhension de l'émergence des écosystèmes et l'articulation des Business Models ont été poursuivi par Lecocq et al. (2018). En effet, l'émergence et la croissance des marchés multi-faces transforment les conditions de la concurrence, les liens entre les acteurs et les stratégies. Les écosystèmes sont soumis à des rendements croissants d'adoption et les stratégies doivent s'adapter aux nouvelles formes de compétition. Il est ainsi important de bien saisir les enjeux liés aux écosystèmes, les liens entre marchés multi-faces et écosystèmes ainsi que les effets des rendements croissants d'adoption dans une économie où les rendements décroissants ont forgé les modes de régulation. Il s'agit ensuite de mieux articuler les démarches de définition et d'implémentation de la stratégie avec les modèles d'affaires.

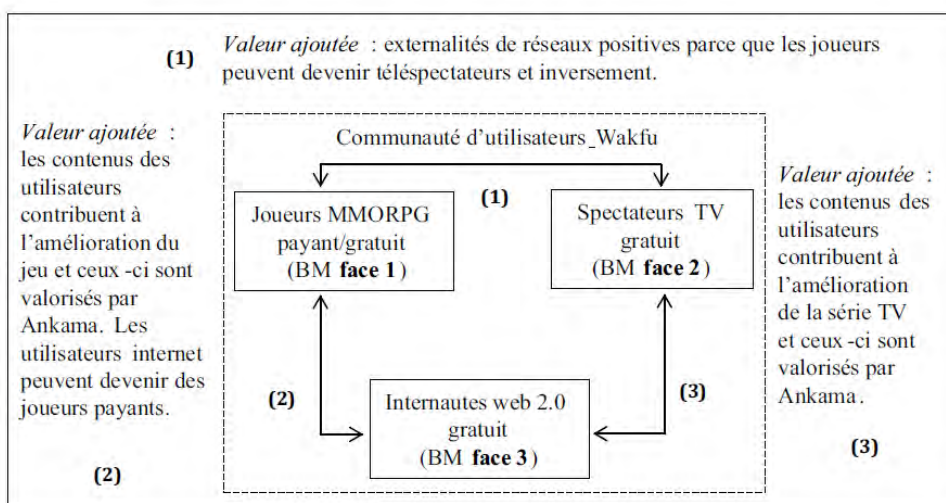
Adopter un BM ouvert se traduit par la gestion de l'ouverture des composantes principales de son architecture. Même si la littérature souffre d'un manque d'homogénéité quant à l'identification claire de ces composantes, un consensus semble être trouvé autour de trois d'entre elles :

- le processus de création de valeur (aussi décrit comme l'architecture de la valeur),
- le dispositif de proposition de valeur et
- le dispositif de capture de valeur.

Le processus de création de valeur mobilise les ressources et compétences fondamentales de l'entreprise et inclut les relations avec des partenaires de la chaîne ou du réseau de valeur, afin d'organiser et de contrôler les éléments impliqués dans la création d'un produit, service, technologie ou connaissance. La proposition de valeur, résultant du processus de création de valeur, intègre la gestion de l'interface client, avec le produit ou service proposé à des clients ciblés, et le choix des segments de marché.

Le modèle de revenu, qui détermine le niveau de capture de la valeur monétaire, correspond à l'équation entre le niveau de revenus et les coûts engagés. Premièrement, l'ouverture permet d'enrichir et d'optimiser le processus de création de valeur par l'intégration d'éléments externes (idées, concepts, connaissances, ressources, technologies, etc.) (Chesbrough, 2006, 2007) qui favorise le développement de BM innovants (Chesbrough, 2010). La figure suivante présente les transactions de valeur dans le BM multi-face de Wakfu.

Figure 2 : Transactions de valeur dans le BM multi-face de Wakfu



Source : Parmentier et Gandia (2016)

2-2- Dimension financière et comptable du Business Model

Une des dimensions du Business Model correspond à la valeur générée par les choix financiers (décision d'investissement, optimisation du cash-flow opérationnel, etc.). Le Business Model vise tout d'abord à analyser la génération de revenus, mais il ne se réduit pas à ce seul aspect (Afuah, 2004; Afuah & Tucci, 2003; Arlotto et al., 2011; Verstraete et al., 2009, 2011). Selon ces auteurs, le modèle économique met en évidence la manière dont une entreprise génère de la trésorerie, en précisant sa localisation sur la chaîne de valeur.

Le terme de « Modèle économique » a été donc introduit tardivement dans le vocabulaire comptable. Selon Sorrentino et Smarra (2015)⁴, *le terme est employé pour la première fois par l'IASB7 dans la norme IFRS 9 : « [...] l'entité doit classer les actifs financiers comme étant ultérieurement évalués soit au coût amorti, soit à la juste valeur, en fonction à la fois : a) du modèle économique que suit l'entité pour la gestion des actifs financiers [...] ».*

L'approche retenue dans IAS 39, adoptée en 1998, est également très proche de celle retenue dans IFRS 9 puisqu'elle stipule que le mode de comptabilisation d'un actif financier doit différer selon qu'il est destiné à être conservé ou non. La logique du recours au BM semble donc être présente dès la fin des années 1990 même si le concept n'est pas encore explicitement cité. Ce constat a amené Disle, Périer, Bertrand, Gonthier-Besacier et Protin (2016) à examiner dans quelle mesure ce concept n'était pas déjà présent sous d'autres formes, concepts ou approches tels que la comptabilité en partie multiple, la comptabilité multidimensionnelle, le

⁴ Cité par Disle et al., (2016).

principe de prééminence de la réalité économique sur l'apparence juridique, la comptabilité d'intention ou encore la juste valeur ; cette démarche lui permet de préciser en quoi le concept de BM se différencie, remplace ou complète ces autres concepts.

Cormier et al. (2007) constatent que les normes IFRS se focalisent de plus en plus sur la substance des transactions et la mesure des coûts et avantages économiques futurs. Cette tendance s'illustre, selon ces auteurs, dans de nombreuses normes : crédit-bail (IAS 17), engagement de retraite (IAS 19), dépréciation d'actifs (IAS 36), instruments financiers (IAS 39), rémunération fondée sur des actions (IFRS 2), actifs incorporels (IAS 38), impôts différés (IAS 12), regroupements d'entreprises (IFRS 3).

Le principe de prééminence est défini dans le cadre conceptuel de l'IASB de 1989 : « si l'information doit présenter une image fidèle des transactions et autres événements qu'elle vise à présenter, il est nécessaire que transactions et événements soient comptabilisés et présentés conformément à leur substance et leur réalité économique et non pas seulement selon leur forme juridique. » Disle et al., (2016) considèrent que les intentions de management peuvent varier selon les opportunités alors que le BM est stable et n'est susceptible d'être modifié que par des circonstances particulières ; il est observable et vérifiable au travers des flux générés par l'entreprise et des transactions passées et courantes alors que la comptabilité d'intention s'exerce sur des actions prévisionnelles. La réponse à cette question dépend avant tout du niveau auquel est appliqué le BM. Son application à des transactions isolées ouvrirait effectivement la voie à une comptabilité d'intention.

2-2-1- Information comptable et intégration du Business Model

La dimension financière du Business Model se retrouve dans le référentiel IFRS à travers le concept de performance. La version 2010, le cadre conceptuel de l'IASB précise que l'information financière a un usage général (*general purpose financial reporting*). Elle a pour but de fournir une information utile à la prise de décisions économiques. Les agents susceptibles de prendre des décisions économiques sont variés : les apporteurs de capitaux, les salariés, les fournisseurs, les clients, les gouvernements et leurs administrations et le public (Raffournier, 2012). Il fait remarquer que “l'IASB considère que les investisseurs, prêteurs et autres créanciers constituent les utilisateurs principaux des rapports financiers et que c'est cette catégorie que l'information financière doit servir en priorité” (Raffournier, 2012, p. 16). Cette version 2010 du cadre conceptuel définit des caractéristiques qualitatives principales

(pertinence, fidélité) et des caractéristiques qualitatives auxiliaires (comparabilité, vérifiabilité, rapidité, intelligibilité) de l'information financière.

L'utilité de l'information financière est très présente, à travers les caractéristiques qualitatives des informations contenues dans les états financiers (Obert, 2011). Dans ce cadre, une information considérée comme pertinente est « une information financière capable de faciliter la prise de décisions des utilisateurs. Pour cela, elle doit avoir une valeur prédictive, de confirmation ou les deux ». Cette information doit permettre de modifier le jugement et d'influencer les décisions des utilisateurs. La publication d'un Business Model entre dans cette catégorie. Le recours au concept de BM serait alors un moyen de justifier et d'objectiver le choix entre différentes méthodes de reconnaissance et d'évaluation des transactions et, comme le soulignent Arbogast et Thornton (2012) et l'ICAEW (2010, p. 4), de relier les théories de la firme et l'information comptable.

Considéré verticalement, il existe au moins trois niveaux de compréhension du *Business Model* ; il s'agit du niveau général, du niveau conceptuel et du Business Model en tant que construit (A. B. Jensen, 2013) . Le tableau suivant présente les trois niveaux de compréhension du *Business Model*.

Tableau 1 : Les niveaux et les propriétés du concept de *Business Model*

Définition	Application, nature et champs.	Type de définition	Cohérence et relation sémantique
(Niveau 1) "Business Model"	Compréhension générale Orienté sur un domaine donné Construction bidimensionnelle Liens avec la pratique – simple	Littéral, polysémique	Non expliqué Ambiguë - mot clé avec des significations globales et locales
(Niveau 2) "La logique principale d'une entreprise focale pour la création, la fourniture et la saisie de la valeur dans un réseau de parties prenante"	Modèle d'opérationnalisation Construit multidimensionnel indiquant un domaine tel que le contenu / les caractéristiques, la structure systémique et les liens Liens avancés avec la pratique	Lexical, Large appel public Définition conceptuelle et / ou théorique avec des bases scientifiques	Intuitivement connecté, indication de spécificités Options de transition avec une littérature établie, discours Comblé avec la pratique
(Niveau 3) "S'accommode avec le niveau 2 et / ou dépend de l'objectif de recherche"	Construction opérationnelle pour la recherche spécifique Construction multidimensionnelle avec focalisation explicite et délimitation du domaine	Théorique Stipulée	Expliqué Comble la littérature existante, les discours (lacunes dans la recherche)

Source : (A. B. Jensen, 2013)

2-2-2- Business Model et qualité de l'information comptable

Tant dans leurs structures internes que sur leurs marchés, la situation économique et financière des entreprises est en perpétuelle évolution. Dans un tel contexte, les décisions peuvent être remises en cause à chaque instant et il faut sans cesse arbitrer entre les choix du court terme, du long terme et du très long terme. L'époque où il suffisait de changer les caractéristiques d'un produit ou de changer de gamme est révolue.

Le succès, pour être durable et les performances, pour être constantes, sont souvent conditionnés par la révision drastique de modèles économiques qui ont eu du succès, mais qui doivent être remis en cause. Le changement de modèle économique peut avoir un rôle moteur et une influence déterminante sur le nouveau design des états financiers, en contradiction avec le principe, parfois mal interprété, de permanence des méthodes. Il semble difficile de changer de Business Model, tant que rien ne change dans la publication de l'information financière (Barneto et al., 2015).

Toutes ces approches se basent sur l'utilité informationnelle des nombres comptables et donc très largement sur les caractéristiques qualitatives énoncées par le cadre conceptuel de l'IASB. Elles reposent sur l'hypothèse qu'une information, pour être utile, doit être pertinente, refléter fidèlement ce qu'elle est censée représenter et, si possible, être comparable, intelligible, vérifiable et opportune sous réserve que son coût de production n'excède pas les bénéfices attendus.

L'analyse qui suit présente comment le concept de BM peut influencer sur chacune de ces caractéristiques qualitatives. L'information possède la qualité de pertinence lorsqu'elle influence les décisions économiques des utilisateurs en les aidant à évaluer des événements passés, présents ou futurs ou en confirmant ou corrigeant leurs évaluations. La prise en compte du BM, quelle que soit l'approche retenue, ne peut que favoriser le rôle prédictif ou confirmatoire de l'information comptable en améliorant la présentation ou la comptabilisation des opérations. Cependant, en raison de leur caractère sensible et stratégique, les entreprises peuvent être tentées de communiquer ces informations d'une manière très générale, creuse ou descriptive sans véritable contenu informationnel (Page, 2014).

La comparabilité impose que l'évaluation et la présentation de l'impact financier de transactions et d'événements semblables soient effectuées de façon cohérente et permanente pour une même entreprise et entre entreprises. Par nature, la communication d'information additionnelle sur le BM ne devrait pas affecter la comparabilité.

En revanche, alors que la recherche de comparabilité a conduit les normalisateurs à réduire le nombre d'options permettant de traduire une même opération, introduire une comptabilisation basée sur le BM apparaît contradictoire. D'une part, des modifications dans la traduction comptable du BM, opportunistes ou dictées par les conditions économiques, peuvent altérer la comparabilité des périodes pour une même entité. D'autre part, une approche orientée BM peut affecter la comparabilité entre entreprises dans la mesure où elle ouvre la voie à différents modes de comptabilisation des profits pour un même actif.

Trois arguments permettent de relativiser ces contraintes. Premièrement, les modifications substantielles du BM d'une entité ne peuvent être qu'exceptionnelles et doivent donner lieu, le cas échéant, à une information rétrospective destinée à atténuer ce biais. Deuxièmement, la comparabilité n'est de toute façon que relative en ce qui concerne les indicateurs de performance établis par des entreprises développant des BM différents ; la mise en évidence de différences générées entre les entreprises par des natures de BM distinctes peut, en ce sens, permettre au contraire de mieux comprendre et comparer les performances financières. Enfin, comme le souligne le cadre conceptuel, le besoin de comparabilité ne doit pas être confondu avec l'uniformité pure. Finalement, les régulateurs s'inquiètent particulièrement du risque que peut faire porter l'introduction du BM sur la comparabilité des états financiers (EFRAG et al., 2013).

2-2-3- Les risques liés à la comptabilité d'intention

La présentation du Business Model à travers le *reporting* financier d'une entité fit-elle courir les risques liés aux intentions de la direction ? Cette question renvoie à la comptabilité d'intention, mise par exemple en œuvre dans le cadre de la classification des instruments financiers définis dans la norme IAS 39 et dont Terry Smith avait souligné les dangers (Osterwalder et al., 2014). Les défenseurs de la nouvelle norme IFRS 9 considèrent que la notion de modèle économique permettra de mieux traduire l'intention de la direction, mais également de mettre à jour les moyens utilisés pour atteindre ces objectifs.

Les opposants à cette comptabilité d'intention considèrent, au contraire, que les utilisateurs des états financiers doivent, eux-mêmes, à travers l'analyse des transactions passées, se forger une idée sur la création de valeur de l'entité. Selon eux, l'intention des dirigeants est orientée vers le futur mais ne concerne pas les actions passées. La question soulevée par ces différents courants est celle de la distinction entre modèle économique et intention de la direction.

Selon l'étude réalisée en 2013, en commun par l'EFRAG, l'ANC et le FRC⁵, *“dans ce bulletin, nous considérons qu'il existe une différence entre le modèle économique et l'intention des dirigeants. Les deux notions fournissent une information pertinente, mais les modèles économiques ont tendance à se focaliser sur une dimension plus large, sont généralement plus stables et nécessitent habituellement beaucoup moins de documentation pour être vérifiés”*. Les auteurs de ce rapport considèrent également que le *“reporting financier devrait présenter le modèle économique afin de traduire fidèlement la réalité économique de l'entité en se concentrant sur les transactions et événements actuels et passés. Par conséquent, l'identification et l'observation du modèle économique devraient faciliter le traitement comptable y afférent”*. Intrinsèquement, le modèle économique repose sur les intentions des dirigeants. Celles-ci pouvant évoluer dans le temps, cela peut également poser des problèmes de comparabilité. Dans ce cadre, les défenseurs du modèle économique considèrent qu'il ne faut pas confondre comparabilité et uniformité.

3- Business Model et théorie des parties prenantes

La proposition de valeur d'une entreprise dans son Business Model est éclairée par des éléments de: création de valeur, capture de valeur et manipulation de valeurs (Haslam et al., 2015). La première, la création de valeur, consiste à comprendre comment les relations d'une entreprise avec les parties prenantes contribuent au renouvellement des produits et des processus afin de générer des produits et des services innovants qui correspondent à la demande des consommateurs.

La capture de valeur concerne la capacité des entreprises, dans leur Business Model, de modifier leur part de la chaîne de valeur et d'extraire une marge bénéficiaire plus élevée sur le revenu total. Le troisième élément, la manipulation de la valeur, permet à l'entreprise de reconnaître que dans un système financier basé sur le crédit, l'inflation et la négociation d'actifs financiers et tangibles peuvent générer des gains exceptionnels. Ainsi, ces éléments de la proposition de valeur du Business Model d'une entreprise influent collectivement sur la liquidité et la solvabilité de cette dernière. Les parties prenantes sont l'élément central de toute approche en termes de Business Model (Coissard et al., 2016).

Ces dernières ne peuvent se limiter à une analyse client ou consommateur (Osterwalder et al., 2011). Les organisations adressent des propositions de valeurs, pouvant être positives, nulles ou négatives, à l'ensemble de leurs parties prenantes. Ces dernières interagissent avec

⁵ EFRAG, ANC, FRC, The role of the business model in financial statements, research paper, December 2013

l'ensemble des variables caractéristiques du Business Model. En conséquence, il est primordial de commencer par une identification puis un classement des parties prenantes, ainsi que de leurs attentes, pour comprendre un Business Model. La contribution des parties prenantes au processus de création de valeur est consignée dans le tableau ci-après.

Tableau 2 : Contributions des parties prenantes au processus de création de valeur

Parties prenantes	Contributions à la création de valeur
Clients	Loyauté à la marque, réputation, fréquence d'achats...
Fournisseurs, Sous-traitants Partenaires, Distributeurs...	Efficiences, réduction des coûts, innovation technologique, ressources stratégiques, conquêtes de marché, option de développement futur...
Salariés	Développement d'un capital humain spécifique, innovation, collaboration, engagement, travail en équipe, attitudes...
Actionnaires, Investisseurs Propriétaires...	Capitaux, endettement, réduction du risque, du coût de financement ou d'emprunt...
Dirigeants	Compétence pour la gestion de l'organisation...
Pouvoirs publics nationaux	Support macroéconomique et politique, accréditation, licence...
Pouvoirs publics locaux	Licence de travailler, une légitimité...
Organisations sociétales	Stabilité de l'emploi, résolution de conflits, licence de travailler, une légitimité...

Source⁶ : construit à partir de G. Jones (2001) et J. Post et al. (2002)

Si les parties prenantes sont créatrices de valeur, elles sont également et surtout demandeuses de valeur. En d'autres termes, une organisation ne peut se contenter de ne faire une proposition de valeur qu'au client et son Business Model ne peut se comprendre que comme une composition de propositions de valeur cohérente à l'ensemble des parties prenantes faisant le lien entre stratégie globale et stratégies opérationnelles.

Le Business Model emprunte les choix stratégiques globaux de la stratégie *corporate* et les modes de fonctionnement (interne/externe) et l'aspect économique (la formule de profit) de la stratégie opérationnelle. Mathématiquement, le Business Model peut se modéliser par une fonction :

$$BM = SVP = f(S_1VP, S_2VP, \dots, S_nVP),$$

Où S_nVP correspond aux propositions de valeur associées à la $n^{ième}$ partie prenante.

⁶ Tiré de Steven Coissard et al., « (Re)penser le business model au prisme de la théorie des parties prenantes », La Revue des Sciences de Gestion 2016/2 (N° 278-279), p. 169-176.

Pour chacune des parties prenantes, une proposition de valeur peut être associée. Cette dernière peut être positive, négative ou nulle. En explorant les (nouvelles) propositions de valeurs qu'une école de commerce privée peut adresser à ses parties prenantes, il s'avère que certaines peuvent être en contradiction entre elles, c'est-à-dire être positives pour une ou plusieurs parties prenantes et négatives pour une autre. La construction d'un Business Model doit s'appuyer sur une identification et une hiérarchisation des attentes des parties prenantes, en tenant en compte de plusieurs contraintes ou critères :

- L'environnement socio-économique (par exemple, période de crise ou de prospérité),
- L'apport des parties prenantes (financier...),
- Le degré de pouvoir, légitimité et urgence,
- L'éventuelle évolution du comportement des parties prenantes (risques de regroupement ou collision inter-parties prenantes et intra-parties prenantes),
- L'ordre d'importance dans chaque catégorie de parties prenantes.

SECTION 2 : Concept de la performance des entreprises

Il s'avère difficile de trouver une définition unanime à la performance comme le soulignent Bourguignon et Chiapello, (2005) qui le désignent comme un concept indéfinissable de façon absolue parce qu'il fait recours aux jugements et interprétations. La mesure des performances a fait l'objet, depuis plusieurs années, de plusieurs adaptations aux stratégies adoptées par les entreprises et à l'environnement économique.

Un certain nombre de contributions se sont focalisées sur la valorisation financière de la performance à l'aide des systèmes comptables. Ces systèmes permettent d'informer les différentes parties prenantes des pratiques en vigueur dans l'organisation en utilisant les données monétaires sur les coûts supportés par cette organisation et les informations sur les coûts des dommages qui leur sont imposés (Bollecker & Mathieu, 2008).

Traditionnellement, la question de la performance est relative à la création de la valeur par une entreprise. Cette valeur trouve son origine dans le flux des rentes secrété par l'entreprise et revient exclusivement aux actionnaires et aux autres parties prenantes. La performance est mesurée différemment selon que l'on intègre les phénomènes d'asymétrie d'information et de conflits d'intérêts entre les agents qui concourent à sa formation, la réputation des dirigeants, et/ou l'impossibilité de rédiger des contrats complets qui permettraient de résoudre les conflits portant l'appropriation *ex post* des rentes pour cause de rationalité limitée et d'incertitude (Brennan, 1995; Charreaux, 2002).

Avec l'émergence de notion de valeur partenariale, la relation d'agence actionnaire-dirigeant doit s'élargir aux autres partenaires intervenant dans la chaîne de valeur. Il faut à présent passer de l'hypothèse du statut de créancier résiduel exclusif des actionnaires à une théorie de l'agence généralisée où tous les *stakeholders* sont explicitement pris en compte. L'objectif de l'entreprise n'est plus de maximiser la valeur actionnariale, mais la valeur globale de l'entreprise. Ainsi, l'attention n'est plus focalisée sur la valeur actionnariale, mais plutôt sur celle partenariale et sur son partage (Khaldi, 2016). Le problème de mesure de performance change ainsi de substance en intégrant les conflits d'intérêts, les comportements stratégiques des agents au cadre traditionnel de mesure de la performance évaluée à des fins d'allocation des capitaux (*ex ante* ou *ex post*).

Cette réalité de la notion de performance, amène à présenter dans un premier temps, les approches traditionnelles et nouvelles de la performance et dans un second temps, les performances fréquemment utilisées dans le cadre boursier.

I- Les approches traditionnelles et nouvelles de l'appréciation de la performance des entreprises

Les indicateurs de performance sont nombreux et divers ; la performance est mesurée en termes de taux de croissance, taux de rentabilité et diverses marges.

La première approche conduit à faire la différence entre la performance mesurée par rapport aux actionnaires (rentabilité des fonds propres) et celle mesurée par rapport à l'ensemble des bailleurs de fonds (rentabilité économique). La deuxième approche s'accroche au caractère *ex post* ou *ex ante* des indicateurs. Ces indicateurs sont présentés dans le tableau suivant :

Tableau 3 : Mesures de performance selon les approches ex post et ex ante

	Rentabilité des fonds propres	Rentabilité économique
Ex post	Rentabilité financière	Rentabilité économique
Ex ante	Ratios de Marris	Ratio Q de Tobin

Source : (Lahmini & Ibenrissoul, 2015)

Il existe d'autres mesures usuelles issues de la théorie du portefeuille et de ses prolongements (Jacquillat et al., 2014) qui constituent des mesures de la valeur créée pour les actionnaires qui prennent également une forme d'indice calculé à partir des cours boursiers qui n'intègrent aucune valeur comptable.

Cependant, il faut s'attendre à des différences sensibles par rapport aux résultats donnés par ces indicateurs en ce qui concerne la valorisation des entreprises. Les indicateurs *ex ante* intègrent l'incidence anticipée des coûts d'agence et des structures organisationnelles (Charreaux, 1991), contrairement aux indicateurs de performance *ex post* pour lesquels les coûts *ex post* sont plutôt liés à la résolution à posteriori des conflits d'intérêts au sens de Williamson (1988).

1- Les mesures de performances issues de la rentabilité économique, financière et boursière

La performance est concept qui a une mesure multidimensionnelle. La performance économique, appelée encore performance opérationnelle, recouvre l'ensemble des techniques utilisées en analyse financière pour juger de la santé financière d'une entreprise. Plusieurs mesures de la performance économique existent : La rentabilité économique : (RE) elle est appréciée par le résultat opérationnel sur le total des actifs (RO/TA). « Le résultat opérationnel

est le résultat avant la prise en compte des impôts et taxes et des amortissements et provisions. Elle s'apparente à la notion anglo-saxonne d'*operating income*» (Sentis, 2001, p. 101). Ratio de marge économique : (ME) ce ratio est égal au rapport entre le résultat opérationnel et le chiffre d'affaires (RO/CA) et s'apparente à la notion anglo-saxonne d'*operating income per dollar of sales*.

La réaction du marché financier est représentée par les rendements anormaux à long terme à la suite de l'évènement d'introduction en bourse qui sont mesurés par les études d'évènement à long terme :

$$RA_{it} = R_{it} - E R_{it}.$$

Avec RA_{it} est le rendement anormal de l'entreprise émettrice i au mois t ; R_{it} est le rendement de l'entreprise émettrice i observé au mois t qui est mesuré par la différence entre le cours boursier de l'entreprise i au mois t et le cours boursier au mois $t-1$ divisé par le cours boursier du mois $t-1$ et $E(R_{it})$ est le rendement du t benchmark (Rendement théorique que l'entreprise i devrait observer au mois t en l'absence de l'évènement d'introduction en bourse). La littérature existante sur la performance boursière à long terme suite à un évènement spécifique suggère que les résultats sont très sensibles d'une part, au mode de calcul de la performance choisi, d'autre part, au benchmark utilisé pour calculer la performance (Brav & Gompers, 1997; S. P. Kothari & Warner, 1997, 1997; Pettit, 2002). De plus, Degeorge et al., (2001) affirment qu'aucune des méthodes utilisées dans la littérature ne bénéficie d'avantages décisifs en termes de rigueur statistique et de signification économique. En conséquence, Pettit (2002) suggère d'utiliser plusieurs variantes méthodologiques.

La lecture critique de plusieurs recherches ayant pour objet la performance des entreprises révèle une pluralité de critères qui partent sous l'hypothèse que la valeur boursière représente fidèlement la valeur secrétée par l'entreprise. Deux catégories peuvent être distinguées. La première catégorie est composée du ratio Q de Tobin et du ratio de Marris qui sont des mesures prévisionnelles, *ex ante*, de la performance. La deuxième catégorie comporte les mesures doivent leur source à la théorie du portefeuille. Cette mesure se fait dans l'objectif d'évaluer la performance réalisée pendant une période donnée, donc *ex post*.

Le ratio Q , que propose Tobin, est une mesure qui porte sur l'ensemble des rentes anticipées sur un horizon infini. En principe, cette mesure rapporte la somme des valeurs de marché des titres détenus par les actionnaires et les créanciers au montant des capitaux investis par ces derniers. La valeur des capitaux investis est mesurée par le coût de remplacement des actifs financés ; coût souvent évalué à partir des immobilisations. Sa formule est établie comme suit :

Q de Tobin = Valeur de marché / Coût de remplacement des actifs

Avec Valeur de marché = Capitaux propres + dettes financières.

Si le ratio Q supérieur à l'unité, cela signifie, à un moment donné, que la rentabilité secrétée par l'ensemble des actifs de l'entreprise et anticipée par le marché, est plus élevée que le coût moyen pondéré du capital.

Le ratio Q de Tobin mesure l'ensemble des rentes anticipées sur un horizon infini (Boukhari, 2012). Ce ratio, très proche dans sa formulation des critères de la valeur actuelle nette et de l'indice de profitabilité transposés à l'ensemble de l'entreprise, a fait l'objet d'un certain nombre de critiques, tenant en particulier à la non-considération des actifs immatériels dans l'évaluation du coût de remplacement des actifs et à la difficulté de mesurer ce coût.

Dans de nombreuses études, cette dernière difficulté est surmontée en considérant que la valeur comptable des actifs inscrits au bilan représente une mesure acceptable, la faiblesse du biais ayant été confirmée par un certain nombre de recherches (Chung & Pruitt, 1994). De même, il est fréquent, malgré les biais induits, que la valeur « de marché » des dettes bancaires soit estimée par leur valeur bilancielle. L'importance actuelle des actifs immatériels conduit cependant à supposer que les performances estimées à partir du Q de Tobin sont vraisemblablement surévaluées.

Le ratio de Marris, l'inverse du *Book to Equity Ratio*, repose sur la même logique que le Q de Tobin, mais ne retient que les capitaux directement investis par les actionnaires. Il s'évalue en rapportant la capitalisation boursière à la valeur comptable des capitaux propres.

Ratio de Marris = Capitalisation boursière / Valeur comptable des capitaux propres

Si dans le cadre des hypothèses de la théorie financière néoclassique les deux critères convergent pour identifier la création de valeur, le rejet de l'hypothèse d'indépendance entre la valeur de la firme et la structure de financement peut induire une contradiction. Par ailleurs, le caractère d'indice relatif de ces deux critères conduit à une appréciation différenciée de la création de valeur.

Enfin, un certain nombre de caractéristiques communes à ces deux mesures sont à souligner.

- Premièrement, elles tiennent compte du risque, car s'appuyant sur les valeurs de marché (si on suppose l'efficience du marché financier), elles procèdent implicitement d'une actualisation des flux qui est censée se faire aux taux de rentabilité requis par les différentes catégories d'investisseurs financiers, en fonction du risque encouru.

- Deuxièmement, elles ne mesurent pas dans l'absolu la valeur créée (ou plutôt le potentiel de création de valeur) mais représentent des indices relatifs de création de valeur.
- Troisièmement, elles font implicitement référence à une norme identique. Un ratio faisant apparaître une création de valeur (valeur supérieure à 1) laisse supposer que la rentabilité anticipée est supérieure à la rentabilité requise à l'équilibre par les différents apporteurs de capitaux, évaluée par le Coût Moyen Pondéré (CMP).

L'une des questions pratiques les plus importantes des mesures ex post issues de la théorie du portefeuille liées à l'élaboration d'un modèle de formation des prix des actifs financiers est celle de l'évaluation de la performance de gestion des personnes chargées de faire fructifier les fonds des investisseurs qui jouent un rôle primordial sur les marchés financiers (Cobbaut, 1994). Comme l'ont indiqué Jacquillat et al. (2014), les trois mesures usuelles, issues de la théorie du portefeuille et de ses prolongements, constituent des mesures de la valeur créée pour les actionnaires qui prennent également la forme d'indices. Quel que soit l'indice retenu, la mesure des rentabilités réalisées se fait à partir des cours boursiers ; ces mesures ne font intervenir aucune valeur comptable.

Les explications consacrées à la gestion de portefeuilles permettent de se rendre compte qu'une bonne évaluation du portefeuille ne peut être faite exclusivement en termes de rendement. Il faut ajouter à l'analyse le degré auquel l'investisseur est exposé au risque par son gestionnaire de portefeuille. Ainsi, il faudra déterminer si le gestionnaire a réalisé un portefeuille présentant un risque moindre pour le même niveau de rentabilité, c'est-à-dire un portefeuille efficient au sens de Markowitz (1952).

La première mesure proposée par Sharpe (1966) est un indice mesuré par :

$$S_p = (R_p - R_f) / \sigma_p,$$

rapporte le différentiel entre le taux de rentabilité moyen R du portefeuille de l'entreprise obtenu sur une période donnée et le taux de rentabilité sans risque

R_f , ajusté par l'écart-type, représentatif du risque total. Ce faisant, on suppose que le portefeuille de l'investisseur n'est pas diversifié et comprend exclusivement des titres de l'entreprise considérée.

Cet indice, tel quel, ne constitue pas une mesure directe de la valeur créée ; il permet uniquement une comparaison de la rémunération offerte par unité de risque. Il peut cependant permettre d'apprécier la valeur créée en étant confrontée au *benchmark* constitué par l'indice de Sharpe

évalué à partir de la rentabilité d'équilibre. Si le taux de rentabilité d'équilibre est, conformément au Medaf, de :

$$R_e = R_f + \beta [E_m - R_f],$$

avec E_m la rentabilité anticipée pour le portefeuille de marché et β le coefficient de risque systématique du titre, l'indice de Sharpe à l'équilibre est de :

$$S_e = (R_e - R_f) / \sigma = \beta [E_m - R_f] / \sigma.$$

Si l'indice calculé est supérieur à cette norme, qui suppose un comportement de diversification, l'entreprise a offert sur la période considérée une rentabilité, ajustée pour le risque total, supérieure à celle requise par les actionnaires.

Une deuxième mesure de performance, proposée par Treynor (1965) consiste à rapporter la prime de risque à la mesure du risque systématique du portefeuille.

L'indice de Treynor, mesuré par :

$$T_p = (R_p - R_f) / \beta_p,$$

repose sur l'hypothèse que le détenteur des titres de l'entreprise détient par ailleurs un portefeuille bien diversifié. Le risque spécifique étant éliminé, seul le risque systématique, non-éliminable par diversification, est retenu pour pondérer la rentabilité obtenue. A l'instar de l'indice de Sharpe, cet indice ne constitue pas non plus une mesure directe de la valeur créée. On ne peut appréhender cette dernière qu'en le comparant à un indice de référence fondé sur la rentabilité d'équilibre et égal à :

$$T_e = E_m - R_f$$

Si T est supérieur à T_e , la rémunération offerte par l'entreprise, pondérée par le risque systématique, est plus élevée que la norme requise et il y a création de valeur (Charreaux & Desbrières, 1998).

Enfin, l'indice Alpha de Jensen ($\alpha = R - R_e$) représente l'écart de taux de rentabilité entre la rentabilité obtenue et le taux requis évalué à partir du Medaf (Jacquillat & Beaumont, 1996). Un terme α positif signifie qu'il y a eu création de valeur, les capitaux ayant été rémunérés au-dessus du taux d'équilibre. L'indice de Jensen permet d'appréhender directement la valeur créée sous forme d'un écart de taux. On suppose également que l'investisseur détient également un portefeuille bien diversifié, cependant la logique qui sous-tend cet indice s'écarte de celle de l'indice de Treynor dans la mesure où on montre aisément que :

$$T - T_e = \alpha / \beta$$

Autrement dit, l'indice de Treynor pondère par le risque systématique la mesure de la valeur créée que représente le α de Jensen. Cette troisième mesure proposée par Jensen (1968) est très proche de la précédente. Elle part du principe selon lequel le gestionnaire de portefeuille a

correctement anticipé le système de prix d'équilibre du marché et de diversifier son portefeuille de manière efficiente.

La valeur ajoutée économique ou le Economic Value Added (EVA) permet de savoir si l'entreprise augmente sa valeur économique ou la diminue. Une valeur ajoutée économique inférieure à celle du secteur signifie que l'entreprise ne crée pas davantage de valeur pour ses actionnaires que ses concurrentes, ainsi une valeur faible ou négative implique que la firme est opéable (Bodie & Merton, 2007). L'EVA et une autre mesure dérivée, la MVA (Market Value Added) permettent de décider des acquisitions, des désinvestissements et des lancements de nouveaux produits et d'autres décisions stratégiques. Ces différentes mesures, recommandées par un certain nombre de cabinets conseils anglo-saxons, représentées notamment par la Market Value Added (MVA) et l'Economic Value Added (EVA) s'appuient sur le même référentiel théorique que les mesures présentées précédemment.

La MVA, « la valeur de marché ajoutée », se définit comme la différence entre la valeur de marché des capitaux investis VM (capitaux propres et dettes financières) et la valeur comptable de ces mêmes capitaux VC ;

$$\text{MVA} = \text{VM} - \text{VC}.$$

En supposant que cette dernière représente une approximation satisfaisante du coût de remplacement des actifs financés, cette mesure s'apparente au Q de Tobin. Cependant, alors que ce dernier représente un indice relatif de la création de valeur, la MVA constitue une mesure monétaire absolue de la valeur créée. La relation entre les deux mesures est triviale :

$$\text{MVA} = \text{VC} (\text{Q} - 1).$$

L'EVA, la « valeur ajoutée économique », est égale à la différence entre le résultat économique après impôt et le coût des capitaux investis par les investisseurs financiers (actionnaires et créanciers financiers) :

$$\text{EVA} = \text{Ka} \cdot \text{VC} - \text{CMP} \cdot \text{VC} = (\text{Ka} - \text{CMP}) \cdot \text{VC} ;$$

avec Ka le taux de rentabilité économique mesuré de façon comptable (résultat économique après impôt / actif économique).

L'évaluation du CMP repose sur les approches traditionnelles. L'EVA représente ainsi le surprofit évalué relativement à la norme constituée par le CMP ; il s'agit en fait du concept traditionnel de « rente du goodwill » remis au goût du jour. Contrairement à la MVA qui tient compte implicitement de l'ensemble des rentes futures anticipées, l'EVA ne retient que la rente secrétée sur une période.

Dans le cadre restrictif de la mesure de performance assimilée à la valeur actionnariale créée, il apparaît que les mesures précédentes procèdent toutes des mêmes fondements théoriques et

traduisent la même idée. Il n'y a création de valeur que dans la mesure où la rémunération offerte aux actionnaires est supérieure au coût d'opportunité des capitaux qu'ils ont investis, ce coût d'opportunité étant, le plus souvent, évalué à partir du MEDAF. Cette origine commune étant reconnue, il faut cependant souligner que ces différentes mesures peuvent conduire à des conclusions fortement divergentes en raison des différences d'horizon qu'elles supposent, de leur caractère ex ante ou ex post ou, encore, de leur forme, mesure absolue de la valeur créée ou indice relatif. Le choix final d'une de ces mesures dépend, bien entendu, de l'objectif poursuivi.

On peut retenir au moins quatre indicateurs en termes de 'EVA et assimilés qui donnent lieu à quatre classements souvent très différents : l'EVA, la MVA, l'EVA rapportée au capital engagé et le taux de croissance de EVA sur un an (Bodie & Merton, 2007).

L'analyse qui s'intéresse à la rentabilité économique mesurée par le rapport du résultat d'exploitation après impôt sur les entreprises est connue sous le vocable rentabilité économique ou rentabilité opérationnelle. Elle équivaut à la rentabilité des capitaux propres lorsque l'endettement est nul (Vernimmen, 2005).

Cependant, la performance financière des entreprises est aussi mesurée en calculant un ratio appelé rentabilité financière qui se calcule comme le rapport entre résultat net et la valeur comptable des capitaux propres (Bodie & Merton, 2007). L'EVA, peut être mise en œuvre dans la plupart des entreprises sans beaucoup de difficultés techniques (Caby & Hirigoyen, 1997).

En dehors de ces appréciations financières, la performance peut être perçue et termes non-financiers.

2- La performance en termes d'efficacité, d'efficience et d'économie

En sciences de gestion, la performance se traduit également par la capacité à atteindre un objectif, tout en minimisant les ressources (Mykita & Tuszynski, 2002). Pour Bouquin (Bouquin, 2001), à l'efficacité et l'efficience, s'ajoute l'économie pour déterminer la performance des entreprises. Khemakhem (1976) affirme que la performance suppose l'accomplissement d'un travail ou d'un acte, mais allie aussi la manière avec laquelle l'organisme atteint les objectifs qui lui étaient définis (Lorino, 1998). La performance dans l'entreprise est tout ce qui contribue à améliorer le couple valeur-coût. Plus tard, Lorino (2001) nuance la définition de la performance comme couple valeur-coûts et ajoute que celle-ci pose un problème d'opérationnalité. Il conclut qu'il n'existe alors aucune définition plus « objective », « universelle », « positive », de la performance que : « l'atteinte des objectifs stratégiques », et, par extension, « tout ce qui contribue à l'atteinte des objectifs stratégiques ».

La performance serait un concept qui n'existe pas selon Bourguignon (1997) ; elle est évaluée par rapport à une référence ou un objectif. Ainsi, les systèmes d'évaluation sont faits à partir des critères qui proviennent eux-mêmes des systèmes de valeurs faisant appel à des principes et à des logiques de justification (Boltanski & Thévenot, 1991).

Généralement, la performance est logée dans le triptyque objectif-moyen-résultat qui caractérise toute organisation. Les actions de l'organisation sont fondées sur l'existence d'objectifs stratégiques qui engagent l'entreprise dans le temps. Face à ces objectifs, l'entreprise affecte des moyens, mobilise un ensemble de ressources techniques, humaines et organisationnelles. Elle obtient ainsi un ensemble de résultats par suite de la mise en œuvre des actions à l'aide des moyens dont elle dispose.

Cette définition de l'entreprise met en avant deux composantes essentielles de la performance : l'efficacité et l'efficacités. C'est dans cette logique que Bourguignon (2000) dit que la performance repose sur deux aspects : l'efficacité et de l'efficacités de l'entreprise. L'efficacités est de réaliser ses objectifs, elle se rapproche les résultats obtenus des objectifs fixés.

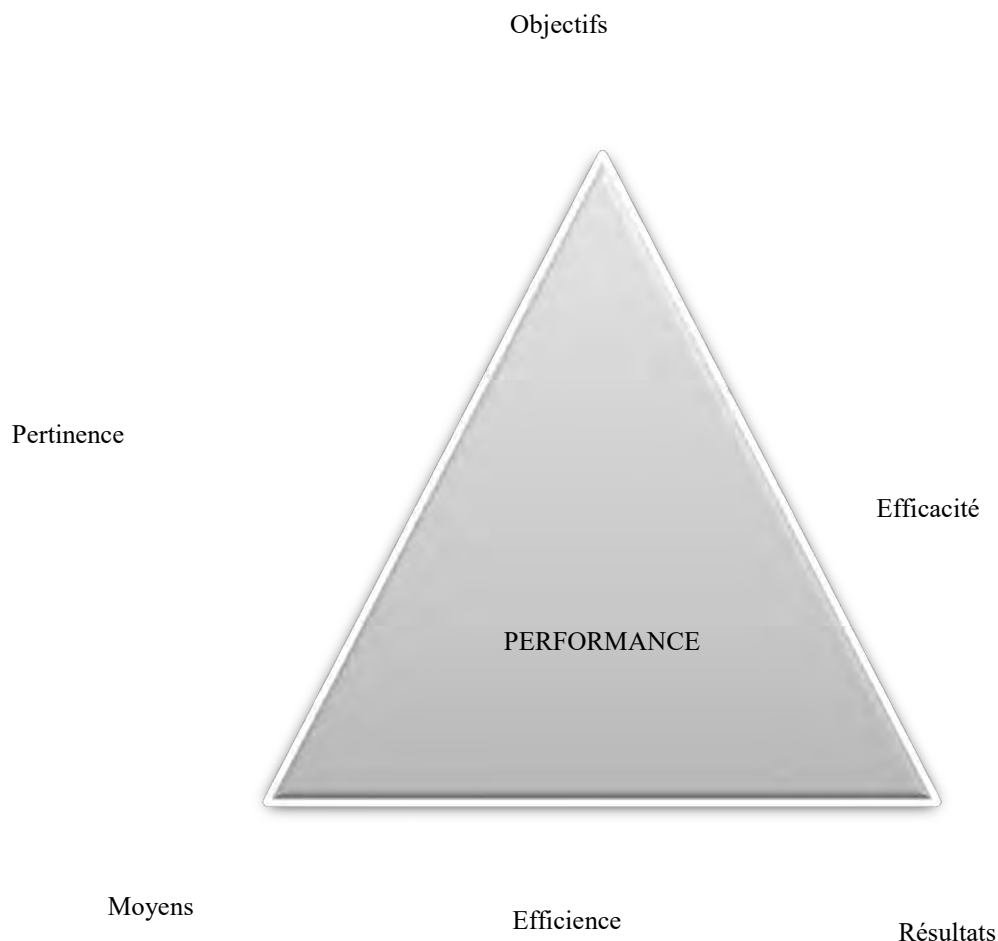
L'efficacité est d'atteindre l'efficacités au moindre coût. Pour Bourguignon (2000), il s'agit de gérer au mieux et au moindre coût les ressources mis en œuvre pour atteindre les objectifs. Dans une organisation, l'efficacité décrit l'optimisation des moyens utilisés pour obtenir un résultat ; elle est synonyme de productivité, de rendement, d'économie. L'efficacités dépend des enjeux en présence ; elle se définit par rapport aux buts des acteurs et aux exigences des environnements ; elle signifie qu'on a répondu aux attentes des principaux constituants stratégiques de l'organisation. Par efficacité, on fait bien des choses ; par efficacités, on fait de bonnes choses.

Dans le langage courant, une entreprise est dite efficace quand elle réalise ses objectifs. Mais, dans le détail, toute production s'accompagne de conséquences imprévues. Une action peut être efficace dans un registre donné, tout en ayant des effets indésirables ailleurs.⁷ Comme il été suffisamment rappelé, la performance est un concept à géométrie variable, elle est au confluent des discours dans plusieurs disciplines. La tentation est grande d'y voir simplement l'expression de la multi-dimensionnalité du phénomène managérial. Néanmoins, une analyse élargie des usages de ce concept métaphorique aussi abondamment employé que rarement défini en suggère d'autres fonctions : l'embellissement des méthodes de gestion et de leurs promoteurs, la diffusion de valeurs organisationnelles, le développement du sentiment d'appartenance à une

⁷ R. Le Duff, *Encyclopédie de la gestion et du management*, Dalloz, 1999.

communauté de travail, la légitimation des pratiques de gestion. La figure ci-après permet de synthétiser ces axes de la performance.

Figure 3 : Les axes du triangle de la performance



Source : (Gibert 1980).

La définition des axes du triangle de la performance est exprimée selon Gibert (1980) comme suit :

- L'axe objectifs-résultats : « définit l'efficacité comme l'écart entre les objectifs à atteindre et les résultats obtenus, c'est-à-dire atteindre le but visé et à quel point l'objectif fixé est atteint ». Si l'efficacité d'un système est non performante, on doit agir sur l'organisation interne du système ou le système de pilotage.
- L'axe moyens-objectifs : « définit la pertinence comme le rapport entre les moyens déployés et les objectifs à atteindre. Son évaluation répond à la question suivante : les moyens mis en

œuvre correspondent-ils aux objectifs ? La réponse à cette question est fondamentale en phase de conception du système de production, car la pertinence permet d'éviter le surdimensionnement coûteux et la mise en place des moyens suffisants pour atteindre un niveau de satisfaction fixé ».

- L'axe résultats-moyens : « définit l'efficacité comme le rapport entre l'effort produit et les moyens totaux déployés dans une activité. L'efficacité mesure le rendement du système en comparant les moyens mis en œuvre et les résultats obtenus. Cela nous amène à s'interroger : est-ce que les résultats sont suffisants compte tenu des moyens mis en œuvre ? L'efficacité représente la différence entre les capacités d'un système et les résultats réellement obtenus ».

De nos jours, l'entreprise regroupe différentes activités et il est donc nécessaire de toutes les évaluer afin d'obtenir la performance globale du système. En effet, la performance peut être qualitative (image de l'entreprise) et quantitative (Rentabilité, Délais, Coûts de production). Gratiser et al. (2004) proposent d'élargir le triangle de Gibert à l'ensemble des activités de l'organisation s'inscrivant dans une cohérence globale (triptique : finalités, culture, structure). Cette performance, selon Bouquin (2004) se mesure avec les critères suivants :

Efficacité : Elle se définit comme l'obtention du résultat fixé sous contrainte de coûts¹. Bouquin (2004) distingue entre l'efficacité et l'économie, selon lui, l'économie consiste à se procurer les ressources au moindre coût : l'efficacité est le fait de maximiser la quantité obtenue de produits ou de service à partir d'une quantité donnée de ressources. En englobant les sens des deux termes précédents pour définir le sens vaste du terme efficacité, elle peut alors être définie comme suit :

L'efficacité : c'est acquérir les ressources de l'entreprise au moindre coût et les utiliser d'une façon rationnelle dans la création de valeur.

Efficacité : Pour Bouquin (2004) l'efficacité est le fait de réaliser les objectifs et finalités poursuivis. L'objectif est un critère quantitatif ou qualitatif à atteindre, fixé en aval en appuyant sur des hypothèses (quantité produite mensuellement, part de marché, ROI). La finalité a un caractère global (produire les produits les plus performants sur le marché, la survie). Il voit que :

$$\text{La Performance} = \text{Efficacité} + \text{Efficience} + \text{Economie}.$$

Si on considère que l'économie est incluse dans l'efficacité on trouvera :

$$\text{La performance} = \text{Efficacité} + \text{Efficience}$$

Pertinence : c'est la relation entre les objectifs fixés et les moyens alloués, si par exemple, l'objectif pour une entreprise est de doubler son chiffre d'affaires l'année prochaine, elle doit s'interroger sur les moyens mis en œuvre (immobilisations acquies, personnel qualifié, temps disponibles). En conséquence, il est difficile de trouver une définition unanime du mot « performance » à cause de sa polysémie. Mais on peut dire, pour qu'elle soit performante, l'entreprise doit être efficace et efficiente simultanément, à condition que les objectifs fixés soient pertinents avec les moyens alloués.

3- La performance des introductions en bourse

La littérature financière traitant des introductions en bourse s'est longtemps intéressée aux problèmes d'asymétrie informationnelle existant entre les différentes parties intervenant au moment de l'opération : l'entreprise émettrice, les banques introductrices et les investisseurs potentiels. L'intérêt pour cette problématique s'explique par l'impact que peut avoir l'asymétrie d'information sur l'évaluation des titres Ritter (1991). La littérature financière montre qu'un niveau important de déséquilibre information ne peut conduire à un degré de sous-évaluation élevé.

Ces travaux sur les introductions en bourse ont révélé, avec plus ou moins d'homogénéité, l'existence de deux anomalies. Premièrement, l'existence d'un rendement initial élevé pour la plupart des études réalisées sur les introductions en bourse dans différents pays. Deuxièmement, et plus récemment, différentes études ont analysé la performance boursière à long terme des introductions en bourse. Ces analyses consistent à comparer le rendement des entreprises après l'introduction à celui des sociétés qui n'ont pas fait l'événement. Ces études, ont donné lieu à la deuxième anomalie qui touche les introductions en bourse et qui consiste généralement en une sous-performance de ces opérations par rapport aux portefeuilles de référence.

La plupart des études empiriques concluent à l'existence d'une rentabilité anormale positive au premier jour. Ce phénomène, dit également de décote à l'introduction, reflète la différence entre le prix d'offre proposé à l'introduction et le prix de clôture constaté en fin de première journée de cotation. Cette décote correspond à une perte de valeur pour les anciens actionnaires qui a souvent été expliquée par l'asymétrie d'information entre les dirigeants-*insiders*, la banque introductrice et les investisseurs-*outsiders*. Rock (1986) explique la rentabilité anormale au premier jour, par l'asymétrie d'information entre les investisseurs informés sur les perspectives de profit de la société et les autres non informés. En fait, selon son hypothèse de malédiction de vainqueur (*winner's curse*), les investisseurs informés participent uniquement à l'introduction des bonnes sociétés.

Quant aux investisseurs non informés, ils recevront la totalité des titres des mauvaises sociétés et une petite part des bonnes sociétés. La sous-évaluation, et donc, la rentabilité anormale au premier jour, serait indispensable pour réussir l'introduction des sociétés de moins bonne qualité, en attirant les investisseurs non informés. Ainsi, la rentabilité anormale correspondrait à la prime de risque nécessaire pour dédommager les investisseurs non informés ayant des portefeuilles comprenant trop d'actifs de mauvaise qualité.

A la différence de cette première approche, Allen et Faulhaber (1989) expliquent la rentabilité anormale au premier jour, par l'asymétrie d'information entre les dirigeants-insiders et les investisseurs-outsiders. Ces auteurs se réfèrent à la théorie du signal et supposent que l'introduction en bourse est généralement suivie par une augmentation de capital.

Ainsi, ils considèrent que la bonne entreprise, à la différence de la mauvaise, pourrait réduire la part cédée à l'introduction en bourse et/ou le prix d'offre, pour signaler la possibilité de sortie à une date ultérieure à un prix plus élevé. Les meilleures entreprises se différencient des mauvaises en supportant, un coût d'introduction plus important. Ce coût, équivalent à la décote observée à l'introduction, constitue un signal qui devrait accroître les anticipations de profits et de dividendes de la société et attirer par conséquent, les investisseurs. L'importance de la rentabilité au premier jour de cotation « laisse un bon goût » permettant de garantir le succès de toute émission future à un prix plus haut (Ibbotson, 1975; Welch, 1989).

Fama (1998) a fait observer qu'il est difficile de mesurer les rendements à long terme parce qu'ils sont sensibles aux méthodologies d'évaluation utilisées. Loughran et Ritter (1995) expliquent pourquoi certains auteurs choisissent trois ou cinq ans pour montrer le comportement des introductions en bourse dans le long terme. Une hypothèse peut être liée à la capacité des entreprises à identifier les moments pendant lesquels le marché est surévalué ou des moments où les investisseurs vont payer pour une introduction en bourse par rapport à d'autres entreprises. En règle générale, les entreprises qui se sont introduites en bourse ont connu une performance positive dans la première année, la performance négative est intervenue dans les trois années suivantes et une performance positive est connue par ces entreprises dans la cinquième année (Ibbotson, 1975).

Une des explications de ce déclin de performance boursière est l'existence de la gestion des résultats lors de l'introduction en bourse (DuCharme et al., 2001, 2004; Roosenboom et al., 2003; Teoh et al., 1998; Teoh et al., 1998). Ces études montrent empiriquement que, plus la gestion des résultats lors de l'introduction en bourse est importante, plus le déclin de la performance boursière à long terme est important ; ce qui confirme l'opportunisme de la gestion des résultats.

En effet, les entreprises qui s'introduisent en bourse semblent avoir des performances opérationnelles favorables à court terme, mais elles ne peuvent pas les maintenir à long terme. Il en résulte une dégradation des performances boursières, vu que l'évolution des cours dépend des performances intrinsèques de l'entreprise.

D'autres études remettent en cause l'existence de sous-performance à long terme des introductions en bourse et montrent que les performances boursières ne sont pas différentes de zéro si des variables de risque sont prises en compte ou d'autres méthodologies de calcul des rentabilités anormales à long terme sont utilisées (Brav & Gompers, 1997; Chen & Pan, 1998; Degeorge & Derrien, 2001; Eckbo & Norli, 2000; Sentis et al., 2001).

Gassara et Abaoub (2007) ont effectué sur un échantillon de 97 introductions en bourse trois analyses pour tester l'existence de la gestion des résultats lors de l'introduction, le déclin de la performance opérationnelle qui pourrait en résulter et enfin l'inexistence de la sous-performance boursière résultante de cette gestion des résultats. L'examen du phénomène de la gestion des résultats autour des introductions en bourse a montré que les 'accruals' discrétionnaires, estimés par deux méthodologies à savoir le modèle de Dechow et al. (2003) et la méthode de Kothari et al. (2005) atteignent leur maximum à l'année d'introduction en bourse et que le haut niveau de ces *accruals* est dû en grande partie à l'évènement d'introduction en bourse.

II- Problématique de la performance : Le renouvellement de l'appropriation de la valeur

Appréhendée originellement sur un plan strictement financier, la performance a été progressivement élargie, au cours du vingtième siècle, afin de prendre en considération la « responsabilité sociale » de l'entreprise vis-à-vis de ses différents ayants droit. Zenisek (1979) a ainsi segmenté l'évolution historique des entreprises en quatre phases principales. Alors que la gestion concernait essentiellement les dirigeants et les actionnaires au cours des années 1850-1910, la montée en puissance des syndicats a induit une prise en considération croissante des salariés au cours de la période 1900-1950. En présence d'une offre supérieure à la demande, les techniques de marketing ont dû être développées afin de mieux répondre aux besoins du consommateur tout au long des années 1945-1965.

Le jeu des acteurs s'est donc progressivement étendu aux clients, aux fournisseurs et aux distributeurs. Enfin, à partir du milieu des années 1960, le nombre des doléances sociétales à l'encontre des entreprises a fortement progressé. On a progressivement exigé de la part des firmes une internalisation croissante de certains coûts sociaux et environnementaux.

Cependant, comme le rappellent Tuzzolino et Armandi (1981), toute entreprise cherchera avant tout à assurer sa rentabilité économique. Une fois celle-ci assurée, elle pourra alors envisager certaines actions philanthropiques, allant au-delà de ses seules obligations légales. Il reste cependant à déterminer dans quelle mesure de telles actions peuvent être justifiées. Il s'agit également de mieux cerner les contours de concepts tels que la responsabilité sociétale ou la performance sociétale.

1- La performance comme responsabilité sociale

Dans la littérature relative à la responsabilité sociétale des entreprises, les principaux auteurs (Carroll, 1979; Wood, 1991) ne définissent pas spécifiquement la « Corporate Social Performance (CSP) » ; la performance y est identifiée à l'exercice de la responsabilité (CSR) sans que la question de son évaluation ne soit effectivement abordée. Néanmoins, ces auteurs proposent une liste de parties prenantes et de processus qui peuvent être considérés comme les différents domaines juxtaposés d'une performance globale.

Le terme de global est entendu selon deux approches non exclusives : soit relativement aux champs de responsabilité couverts, soit au périmètre retenu pour l'exercice de cette responsabilité. La performance globale est entendue comme couvrant les impacts des activités de l'entreprise auprès de ses parties prenantes internes, externes et globalement au niveau sociétal. Selon Anthony (1965), la vision traditionnelle du contrôle de gestion est d'assurer la déclinaison de la stratégie dans les processus de prise de décision des managers.

Dans cette approche, le contrôle doit assurer la cohérence stratégie-action, mesurer la performance et rétribuer les managers. La fonction de finalisation du contrôle (Bouquin, 2004) dans le modèle rationnel, suppose la définition de la finalité poursuivie ; celle-ci est, dans l'ensemble de la littérature, orientée vers la performance économique et financière, la création de valeur pour les propriétaires de l'entreprise. Dans ce qui est qualifié de « business case » l'économique constitue donc l'objectif final, le comportement « vertueux » dans les deux sphères environnementales et sociales est censé servir cet objectif. Le modèle classique du contrôle peut être élargi et complexifié sans changer de paradigme : l'objectif demeure l'amélioration des performances économiques et financières de l'entreprise, ce qui ne pourrait être qualifié de « performance globale » que si l'on introduit des critères sociétaux de satisfaction et des temporalités à très long terme.

La performance des firmes a été définie par la théorie d'agence comme le fruit des choix organisationnels. La performance de l'entreprise est l'une des priorités aux yeux des différents

responsables de l'entreprise et ses partenaires et revêt une grande importance aux yeux des différents partenaires de l'entreprise, dirigeants, investisseurs ou salariés. C'est un objectif à atteindre. Pour cela, plusieurs auteurs ont traité de la performance de l'entreprise et des meilleures façons pour réaliser de bonne rentabilité et de l'améliorer.

La performance est devenue multi-parties prenantes en plus d'être multicritères et multi-niveaux. Il est donc de la responsabilité des entreprises d'identifier les attentes de leur parties-prenantes et d'essayer de les satisfaire (Atkinson et al., 1997). Dans le cas contraire, cela est préjudiciable à la performance de l'entreprise (Greenley & Foxall, 1997). Pour cette raison, plusieurs auteurs ont considéré le concept de partie prenante pour améliorer la performance (Bosch-Mauchand et al., 2012; Marques et al., 2011; Neely, 2002). Il est à noter que pour les petites et moyennes entreprises, il est difficile de répondre aux besoins des différentes parties-prenantes à cause du manque de ressources (Garengo et al., 2005). Dans ce cas, selon les principes de Mitchell et al. (1997), il est recommandé d'ordonner les parties prenantes.

En se référant à la Balanced ScoreCard (BSC), un outil de pilotage et de mesure de la performance de l'entreprise, et à la logique qui la sous-tend, il semble possible de contourner les limites principales des outils de contrôle de gestion, présentées plus haut. Actuellement, la BSC constitue, en effet, l'outil de contrôle de gestion incontournable en termes de pilotage et de mesure de la performance globale de l'entreprise (Figge et al., 2002; Germain & Gates, 2007; Germain & Trebucq, 2004).

La Balanced ScoreCard est présentée aux Etats-Unis, en 1992, par Kaplan et Norton comme un outil de mesure de la performance de l'entreprise. Au cours des 10 années qui ont suivi sa création, son utilisation s'est répandue dans les entreprises et son rôle ne s'est plus limité à la mesure de la performance, mais s'étendu au pilotage stratégique de la performance de l'entreprise (Kaplan & Norton, 1996). La Balanced ScoreCard est un outil de contrôle de gestion (outil de pilotage stratégique et de mesure de la performance) qui se présente comme la combinaison d'objectifs et d'indicateurs financiers et non financiers classés selon 4 axes d'analyse recouvrant les dimensions suivantes : Finance, Clients, Processus interne et Apprentissage organisationnel. Selon Kaplan et Norton, il s'agit d'un outil qui permet de traduire la stratégie de l'entreprise en une série d'objectifs et d'indicateurs spécifiques à chacune des 4 dimensions et qui permet ensuite de mesurer l'atteinte de ces objectifs et donc la performance globale de l'entreprise.

La BSC est présentée par ses concepteurs comme un outil de pilotage et de contrôle de la performance équilibré car il inclut à la fois des indicateurs de performance à long terme et à court terme, financiers et non financiers, internes et externes ainsi que des indicateurs de

résultats (indicateurs qui permettent d'évaluer si les objectifs ont été atteints ; indicateurs à posteriori) et des indicateurs de moyens (indicateurs qui mettent en évidence les mesures qui permettront d'atteindre les objectifs ; indicateurs à priori).

Par ailleurs, il est important de mentionner que ce modèle fait l'hypothèse qu'il existerait un modèle universel de performance reposant sur une série d'enchaînements ou sur une hiérarchie des objectifs. Initialement, Kaplan et Norton (1992) estiment que c'est l'apprentissage qui permet l'amélioration des processus internes. Cette dernière génère à son tour la satisfaction des clients qui permettra à plus ou moins long terme d'atteindre les objectifs économiques et donc de satisfaire les attentes des actionnaires (Germain & Trébucq, 2003).

La performance financière à elle seule, ne suffit plus pour apprécier la performance d'une entreprise. C'est au cours du 20ème siècle que la « responsabilité sociale » est entrée en jeu pour élargir la définition de la performance à des horizons globaux, notamment, avec la mise en valeur de l'apport des parties prenantes dans le développement des organisations. Les travaux précurseurs en matière de performance globale, remontent, en 1997, au groupe de travail du Commissariat Général du Plan (Broche et al., 2005), dans lesquels Marcel Lepetit⁸ définit la performance globale « comme une visée (ou un but) multidimensionnelle, économique, sociale et sociétale, financière et environnementale, qui concerne aussi bien les entreprises que les sociétés humaines, autant les salariés que les citoyens ». Cette performance se définit par des indicateurs multicritères et multi-acteurs et non plus par une mesure en quelque sorte unique (Bouallegui, 2013).

Désormais, la prise en compte dans les rapports que les entreprises entretiennent, les dimensions environnementales et sociétales, est devenue d'une grande utilité. Selon (Broche et al., 2005), la performance globale est mobilisée pour évaluer la mise en œuvre par les entreprises du concept de Développement Durable. Cette performance globale des entreprises (PGE) se traduit par « l'agrégation des performances économiques, sociales et environnementales » (Baret, 2006), ou se forme « par la réunion de la performance financière, de la performance sociale et de la performance sociétale » (Germain et al., 2004).

⁸ Marcel Lepetit, consultant en organisation et expert de comités d'entreprise au Cabinet Développement social et organisation Consultants, a contribué au groupe de travail du Commissariat Général au Plan (CGP) en 1997 sur la performance globale.

2- La création de la valeur partenariale

Le rôle de l'entreprise, de ses dirigeants et la nature de leurs obligations envers le reste de la société font l'objet d'un débat ancien. L'approche Stakeholder prend véritablement ses racines dans le travail de Berle et Means (1932), qui constatent le développement d'une pression sociale s'exerçant sur les dirigeants pour qu'ils reconnaissent leur responsabilité auprès de tous ceux dont le bien-être peut être affecté par les décisions de l'entreprise. Décrivant l'évolution probable du concept d'entreprise, ils indiquent que « le contrôle des grandes entreprises devrait conduire à une technocratie neutre équilibrant les intérêts des différents groupes de la communauté » (Berle & Means, 1932, p. 312).

La même idée est reprise par Barnard (1938) lorsqu'il définissait les fonctions de l'exécutif. Comme un lieu ouvert où se croisent différents types de relations entre ses parties prenantes, c'est de cette manière que l'entreprise est vue. Cependant, Berle (1932) précise que les intérêts des différents partenaires sont mieux servis lorsqu'un attachement sans faille est accordé à la richesse des actionnaires par les dirigeants. « *La théorie des parties prenantes tend aujourd'hui à s'imposer comme référence au travers du mimétisme des politiques de responsabilité sociale des entreprises au point de prendre les aspects d'un discours dominant* » (Pesqueux, 2017, p. 1).

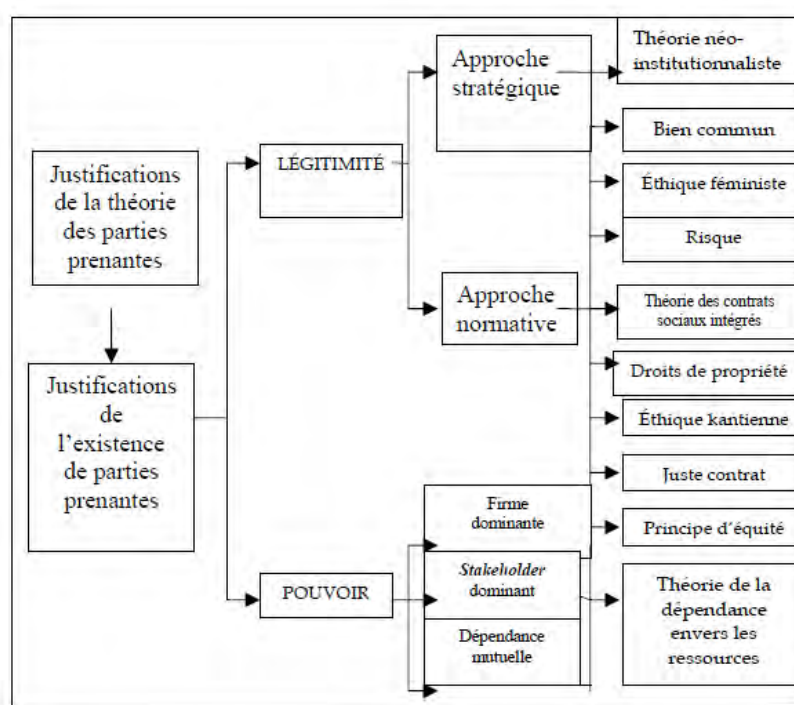
Le concept a connu une intense controverse. Dodd (1932) va prendre position en faveur d'une reconnaissance tant éthique que légale des droits de tous les partenaires. Ansoff (1968) serait le premier à se référer à la Stakeholder Theory dans sa définition des objectifs organisationnels. Pour l'auteur, l'entreprise doit ajuster ses objectifs de manière à donner à chaque groupe une part équitable de satisfactions. La reconnaissance du statut de Stakeholder à une entité s'appuie largement sur un processus d'analyse du caractère légitime de cette entité. La légitimité est entendue dans son sens « stratégique » et sociologique d'adaptation culturelle aux attentes de la société au sein de laquelle agit l'entreprise et de processus de mise en conformité avec les pratiques considérées comme légitimes au sein du champ organisationnel où se situe l'entreprise (DiMaggio & Powell, 1983).

Dans cette optique, le concept de Stakeholder trouve un large éventail de justifications et de fondements dans les travaux néo-institutionnalistes qui mettent en avant la nécessité pour une entité organisationnelle de se plier aux pressions normatives externes. Mais la légitimité peut également être appréhendée dans un sens plus large, car la *Stakeholder Theory* vise aussi (et surtout) à identifier ce qui fonde la légitimité d'un Stakeholder, d'un point de vue normatif. De nombreuses théories de philosophie morale sont mobilisées pour justifier, d'un point de vue

éthique, la nécessaire intégration des Stakeholders. Phillips et al. (2003), retiennent huit fondements théoriques qui constituent le « cœur normatif » de la Stakeholder Theory.

Une deuxième catégorie d'arguments s'inscrit dans une logique toute stratégique, puisqu'il s'agit de justifier l'existence des Stakeholders par l'existence de relations de pouvoir et donc d'une interdépendance entre l'entreprise et les différents groupes qui composent son environnement et avec lesquels elle interagit (Andriof et al., 2002). La théorie de la dépendance envers les ressources (Pfeffer & Salancik, 1978) constitue ici un ancrage théorique incontournable (Frooman, 1999; Mitchell et al., 1997; Rowley, 1997). Le schéma suivant illustre la logique stratégique et de pouvoir.

Figure 4 : La logique stratégique et de pouvoir des parties prenantes



Source : (Gond et Mercier, 2005)

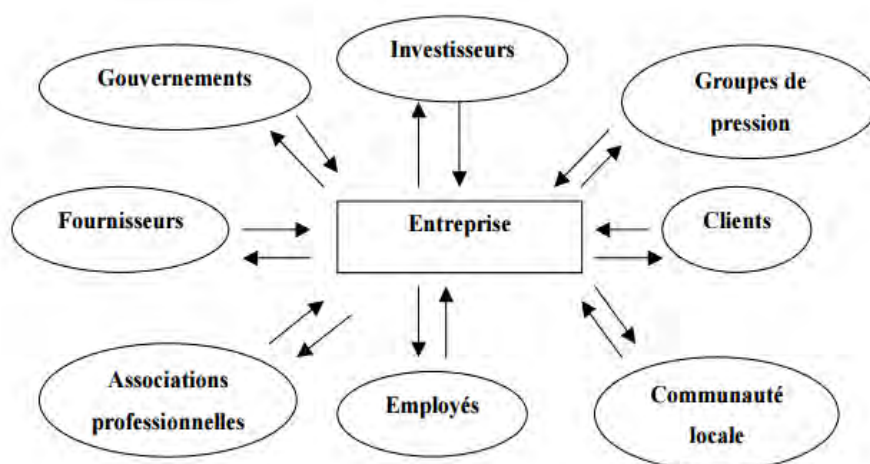
Cependant, Ansoff (1968) opère une distinction importante : les responsabilités sont des obligations qui limitent la réalisation des objectifs, les *Stakeholders* constituent avant tout des contraintes qu'ils convient de gérer. La construction d'une grille de mesure de la valeur créée pour les parties prenantes suppose de définir préalablement ce qu'on entend par création de valeur et par système de Gouvernement d'Entreprise.

Les mesures telles que l'Economic Value Added (EVA) ou la Market Value Added (MVA), simples avatars de la valeur actualisée nette, popularisées depuis une décennie par certaines sociétés de conseil, telles que Stern Stewart & Co ou McKinsey, reposent sur l'hypothèse

traditionnelle que tous les apporteurs de facteurs de production à l'exception des actionnaires sont rémunérés à leur coût d'opportunité (supposé le plus souvent égal au prix du facteur établi sur un marché concurrentiel). Les actionnaires, créanciers résiduels exclusifs, étant les seuls apporteurs de ressources à recevoir la rente créée par la firme, la valeur créée n'est alors que la mesure de la rente qu'ils perçoivent. Cette représentation de la valeur, la valeur actionnariale, orientée sur les seuls actionnaires, d'une part est incomplète, car les décisions de la firme entraînent des conséquences pour l'ensemble des stakeholders, et la notion de valeur créée doit être à même, selon le principe d'équifinalité (Charreaux & Desbrières, 1998).

Freeman (1984) lui donne une acception très large. Cet élargissement considérable du spectre des interlocuteurs de l'entreprise va obliger les promoteurs du concept de SH à en justifier la pertinence théorique. Toutefois, la théorie des parties prenantes part du principe que la relation d'agence actionnaire-dirigeant doit s'élargir aux autres partenaires intervenant dans la chaîne de valeur, et qu'il faut abandonner l'hypothèse du statut de créancier résiduel exclusif des actionnaires (Aoki, 1984; Charreaux & Desbrières, 1998; Hill & Jones, 1992). Le modèle des parties prenantes comme indiqué dans la figure suivante est explicitement en cohérence avec celui de l'input-output dans toutes ses variations.

Figure 5 : Le modèle input-output des parties prenantes



Source : (Donaldson & Preston, 1995, p. 69)

Hill et Jones (1992) avancent une théorie de l'agence généralisée où tous les stakeholders sont explicitement pris en compte ; le rôle des dirigeants est alors de résoudre les conflits d'intérêt entre les parties prenantes et de prendre des décisions conformes aux intérêts de l'ensemble des parties prenantes. L'objectif de la firme n'est plus de maximiser la valeur actionnariale, mais la valeur globale de l'entreprise (Blair, 1996). L'enjeu n'est donc plus celui de la valeur

actionnariale, mais celui de la Valeur Partenariale (VP) et de son partage. Les définitions d'une partie prenante varient selon les auteurs. Dans la vision la plus restreinte, le concept de partie prenante désignait les groupes indispensables à la survie de l'entreprise.

La Stanford Research Institute en 1963 donne la définition suivante : « *Tout groupe identifiable dont l'organisation dépend pour sa survie à long terme* » ; Freeman (1984, p. 46) dans sa vision plus large dit qu'« *une partie prenante est un individu ou groupe d'individus qui peut affecter ou être affecté par la réalisation des objectifs organisationnels* » (Khaldi, 2016, p. 4). Selon Charreaux et Desbrières (1998, p. 58) « *C'est un agent dont l'utilité est affectée par les décisions de la firme* ».

Dans un tel contexte, la capacité des dirigeants à aligner priorités et actions de leur entreprise avec les besoins et droits de parties prenantes semble constituer un facteur critique de la performance organisationnelle (Gond & Mercier, 2005). L'établissement de liens favorables avec les parties prenantes contribuerait ainsi fortement à garantir la capacité de l'entreprise à créer de la valeur à long terme. La question est alors d'identifier et de classer les différentes parties prenantes selon leurs contributions. Le salarié a intérêt à s'approprier une part élevée de la Valeur Partenariale, et la firme a intérêt à renforcer son implication pour augmenter sa productivité. Les conflits opposant dirigeants et salariés proviennent fondamentalement du caractère incomplet des contrats (Caby & Hirigoyen, 2001; Desbrières, 2002) et de la tendance de chacun à privilégier son propre intérêt. Le capital humain spécifique encourt un risque semblable à celui encouru par les actionnaires.

Les salariés ne peuvent pas diversifier ce risque, car ce capital spécifique perd de sa valeur en sortant de l'entreprise. Ils deviennent donc des créanciers résiduels. Pour limiter les sources de conflits, pouvant engendrer une diminution de productivité et de performance, et assurer la convergence des intérêts, des mécanismes de gouvernance comme l'actionnariat salarié peuvent être utilisés. L'importance des clients pour la firme s'explique par le fait qu'ils mesurent en permanence la qualité des produits et services qu'ils achètent et évaluent régulièrement la situation concurrentielle. Ils sont donc moteurs dans le développement d'offres innovantes.

Les clients vont chercher à s'approprier une partie de la Valeur Partenariale.

En se prononçant sur la qualité des offres, les clients participent de manière directe et immédiate à l'allocation des ressources pour maintenir ou développer un niveau de qualité perçue. Ils mesurent, par leur attitude au quotidien, la performance concurrentielle des produits et des services de la firme. Ils vont indiquer, par leurs préférences, les dimensions de l'offre qui leur paraissent les plus attractives par rapport à leurs besoins. Les dimensions de l'offre qui n'ont pas de valeur pour les clients pourront être éliminées. Mais les clients vont chercher à réduire

le risque, en sélectionnant les produits qui dégagent le plus de valeur et en contractant au prix le plus juste pour un niveau de risque donné.

Au niveau des relations commerciales (clients/fournisseurs), la relation contractuelle diffère des salariés et des apporteurs des capitaux sur deux plans :

- elle est, généralement, sur un horizon temporel plus court, ou en tout cas plus facilement dénonçable ;
- l'investissement de la partie prenante est moins significatif, en particulier au niveau des clients.

Le fournisseur peut, cependant, avoir beaucoup investi si c'est un sous-traitant, par exemple.

En considérant que les actionnaires ont tous le même statut, celui d'actionnaires minoritaires, donc externes et sans pouvoirs d'action spécifiques sur la firme et sur son dirigeant. Vu sous cet angle, la partie prenante « actionnaires » perçoit une rente liée à son implication relative dans le financement des actifs (selon la structure financière de la firme) et à la politique de dividende mise en œuvre par la firme. Une bonne protection des actionnaires minoritaires limite l'extraction de bénéfices privés du contrôle (Dyck & Zingales, 2002).

Longtemps considérés comme des actionnaires inactifs, inorganisés, les actionnaires minoritaires n'hésitent plus à se coaliser dans le but de faire entendre leur voix et de s'approprier une part de la rente. Un ensemble de mécanismes est mis en place comme les batailles de procuration, la sollicitation de votes dont l'objectif est d'obtenir la minorité de blocage ou la majorité des votes afin de contester ou de rejeter l'adoption de certaines résolutions. Les actionnaires minoritaires peuvent aussi utiliser les mécanismes de régulation extérieurs par le marché financier via la cotation et les offres publiques pour minimiser les coûts d'agence. Quant aux créanciers financiers, ils vont chercher à s'approprier plus de Valeur Partenaire en exigeant un taux d'intérêt ajusté en fonction du risque.

Dans le cas où la situation de la firme est risquée, ils peuvent influencer le dirigeant et le conseil d'administration en brandissant la menace de l'arrêt des financements. En s'appuyant sur l'efficacité présumée d'une gouvernance efficace, les créanciers financiers peuvent maîtriser le risque d'agence, et par conséquent devraient être prêts à contracter à un coût d'opportunité moindre. Le prêteur investit du capital financier, en général sur un horizon assez long (prêt à long et moyen terme) ; il sera sensible à une gouvernance efficace, car cela développera sa confiance dans l'organisation et limitera le risque de comportement opportuniste des dirigeants/actionnaires. Le prêteur acceptera de contracter moyennant une rémunération (taux d'intérêt) moindre.

Ce premier chapitre a permis de définir les différents concepts dont fait appel le sujet. Il s'agit des concepts de gouvernance d'entreprise, de protection des investisseurs, de Business Model et de performance.

En ce qui concerne la gouvernance d'entreprise, sa définition formelle est relative à la défense des intérêts des actionnaires ; c'est-à-dire le processus par lequel les apporteurs de capitaux ont l'assurance sur le retour sur investissement. Cette définition a évolué vers une approche partenariale qui prend en compte les intérêts de toutes les parties prenantes. Cette évolution intègre, pour considérer l'ensemble du schéma de création et d'appropriation de la valeur, l'approche cognitive. C'est cette vision partenariale de la gouvernance qui est observée au niveau des codes de bonne gouvernance qui sont adoptés dans de nombreux pays aujourd'hui pour rassurer les investisseurs.

En effet, la firme Standard et Poor suppose que la qualité de la gouvernance peut être étudiée en se basant sur la structure de propriété et sa concentration, la nature des relations qui lient les différents acteurs, la transparence et la divulgation de l'information et la structure du conseil d'administration et son fonctionnement. Ce sont ces différentes dimensions qui sont prises en compte dans l'indice de gouvernance de Black et al. (2006) qui sera utilisé dans cette thèse. Bien avant, de manière similaire, *l'Institutionnal Shareholders service* (ISS) a déjà développé en 2003 un indice de gouvernance prenant en considération 61 variables relatives au conseil d'administration, la rémunération du dirigeant, la structure de propriété, la structure de capital et autres facteurs (l'âge de la retraite des administrateurs, les réunions des administrateurs externes, le plan de succession du dirigeant).

En ce qui concerne la protection des investisseurs, il est un indicateur qui mesure le niveau de protection des investisseurs contre les abus de biens sociaux des administrateurs ainsi que les droits des actionnaires, les garanties en matière de gouvernance et les exigences en matière de transparence des entreprises réduisant ainsi le risque d'abus. Il est lié au pays d'origine des sociétés. Cet indicateur est une base de prise de décision par les investisseurs, surtout pour investir à l'étranger, même si on note parfois de « biais domestique ».

Quant au Business Model, il représente la manière dont les entreprises organisent leur système d'activités pour générer les cash-flows. Il est multi-dimensionnel. C'est l'approche de Disle et al. (2016) focalisée sur le mode de génération des cash-flows, la configuration des actifs et le processus de création de valeur actionnariale qui est retenue comme définition dans le cadre de cette thèse. Ces auteurs suggèrent que le concept de Business Model doit utilement recouvrir une réalité plus large qui, en plus de ces aspects financiers (publication des perspectives de croissance pour mieux informer et susciter la réaction des investisseurs par exemple), intègre

explicitement le mode de création de valeur pour les clients, les aspects organisationnels (activités et processus clés) et les principales ressources et compétences mobilisées.

Enfin, en ce qui concerne le concept de performance, il est polysémique. Dans le cadre de sa mesure dans les entreprises, l'attention n'est plus focalisée sur la valeur actionnariale, mais plutôt sur celle partenariale et sur son partage (Khaldi, 2016). Le problème de mesure de performance change ainsi de substance en intégrant les conflits d'intérêts, les comportements stratégiques des agents par rapport au cadre traditionnel de mesure de la performance évaluée à des fins d'allocation des capitaux (*ex ante* ou *ex post*). Dans le cadre de cette thèse, c'est plutôt ce cadre traditionnel qui est privilégié, car la mesure de la valeur partenariale pose toujours un problème ; surtout la valeur créée pour les clients et les fournisseurs. Le chapitre suivant servira à établir le lien entre les différents concepts définis.

CHAPITRE 2 : Facteurs institutionnels et Business Model : Outils de la performance des sociétés

Ce chapitre aborde les différents liens pouvant être établis entre le niveau de protection des investisseurs, les pratiques de gouvernance et la performance d'une part, et d'autre part, les pratiques de gouvernance, le Business Model et la performance. En effet, la question de la performance se situe au cœur de la problématique contemporaine du gouvernement d'entreprise. L'idée centrale à la base de cette problématique est, a priori, simple : une structure et des mécanismes de gouvernement bien conçus et fonctionnant de manière efficace doivent déboucher sur un niveau élevé de rentabilité de l'entreprise, traduisant ainsi des performances économiques elles-mêmes significatives. Par ricochet, ces performances élevées peuvent garantir un haut niveau de rendement financier et une valorisation boursière des titres appréciable pour les actionnaires.

En outre, les conseils d'administration élaborent les politiques et stratégies d'entreprise. Dans cette logique, ils indiquent la manière dont le système d'activités de l'entreprise sera organisé pour générer les cash-flows ; c'est-à-dire le Business Model.

La première section de ce chapitre est consacrée aux dimensions institutionnelles de la performance. A travers cette section, les liens sont établis, selon les études antérieures, entre les pratiques de gouvernance (Structure et fonctionnement du conseil d'administration ; la structure de propriété ; la transparence, la rémunération des administrateurs et les pratiques éthiques et RSE), la protection des investisseurs et la performance.

La deuxième section aborde le lien entre Business Model et les performances dans un contexte de marche boursier. Les différentes orientations (innovation, lock-in, complémentarité, efficience et comptabilité d'intention) du Business Model ont été considérées pour faire ce lien.

SECTION 1 : Dimensions institutionnelles de la performance

Cette section traite du lien entre les pratiques de gouvernance et la performance d'une part, et d'autre part de la prise en compte du pays d'origine de la société dans le processus de création de valeur.

I- Evolution du débat sur les pratiques de gouvernance d'entreprise et performance

Le procédé de création de valeur étant impératif au système de gouvernance d'entreprise, il convient à présent, en fonction de la mesure de la valeur partenariale, d'examiner comment ce système conditionne le procédé, en analysant le lien qui pourrait être établi entre les différentes formes de gouvernances et la performance. Les niveaux de compétitivité financière sont liés positivement aux variables de masse salariale (main-d'œuvre), de composition des actifs, de l'effort d'investissement, de la taille et du secteur d'activité des entreprises (Sall, 2013a).

En conséquence, les pratiques de gouvernance doivent permettre de garantir cette compétitivité. Il existe une corrélation entre la flexibilité financière et le pourcentage du capital détenu par un seul partenaire actionnaire d'une part ; et, d'autre part entre la flexibilité financière et les performances commerciales des sociétés conjointes. La gouvernance joue un rôle déterminant dans la réalisation des performances et limite le risque ainsi que l'asymétrie d'information (Sall, 2013b).

Les mécanismes de gouvernance intègrent plusieurs éléments financiers et non financiers tels que la politique d'endettement (Piot & Missonier-Piera, 2007), la structure de propriété (Cho & Kim, 2007), la propriété managériale (Zerni et al., 2010), le conseil d'administration...etc. Selon Florackis (2005) tous ces mécanismes affectent la performance de l'entreprise. Ils ont un impact direct sur la richesse des actionnaires et sur les revenus des dirigeants. Le lien entre les politiques financières et la bonne gouvernance devrait conduire à une structure financière optimale et à l'atténuation des conflits d'intérêts.

1- Evolution et interrelations entre les différentes pratiques de gouvernance d'entreprise

En effet, le débat sur les systèmes de gouvernance des entreprises a été déplacé vers la protection des investisseurs par certains auteurs (La Porta et al., 1999, 2000, 1997, 1998; La Porta et al. 2002 ; Shleifer & Wolfenzon, 2002) qui l'indiquent comme déterminant des rôles respectifs joués par les banques et les marchés boursiers. Dans ces recherches, il est affirmé

généralement qu'une caractéristique essentielle de la bonne gouvernance des entreprises est une protection forte des investisseurs.

La protection des investisseurs est définie comme l'étendue des lois qui protègent les droits des investisseurs et la force des institutions juridiques qui facilitent l'application de la loi (Defond & Hung, 2004). Ainsi, la concentration de l'actionnariat devient une réponse à la protection faible des investisseurs. Selon O'Connor et al. (2014), les investisseurs tiennent compte des structures de gouvernance apparemment faibles au niveau des pays et se concentrent sur la gouvernance d'entreprise.

Dans une société où l'actionnariat est diffus, cela pourrait ne pas être bénéfique pour la performance (Shleifer & Vishny, 1986). La protection des investisseurs serait source de productivité et du transfert du contrôle de l'entreprise vers les investisseurs (acquéreurs) plus productifs (Larrain et al., 2017; Zhou & Lan, 2017). Dyck et Zingales (2004) avaient déjà montré que dans les pays où les investisseurs sont moins protégés par la loi, les actionnaires de contrôle extraient plus de bénéfices privés.

Les modèles de gouvernance d'entreprise partout dans le monde ont été caractérisés, et le sont encore, par un certain nombre d'éléments qui incluent ceux institutionnels et nationaux tels que le développement des marchés de capitaux ou le niveau de protection juridique des investisseurs (Aguilera & Crespi-Cladera, 2016). Ce débat s'est étendu au rôle de la protection des investisseurs dans la probabilité de la survenance des crashes boursiers. Pour Zhang et al. (2017), la protection des investisseurs contribue à empêcher le cours d'une action de s'effondrer, car elle empêche les initiés de cacher des mauvaises nouvelles et de dissimuler des fraudes.

Les lois régissant les sociétés cotées en bourse améliorent les droits des investisseurs, car les entreprises doivent divulguer des informations comptables de haute qualité et produire des rapports financiers transparents afin de réduire l'asymétrie d'information entre les parties. Pour ces auteurs, la protection des investisseurs augmente également le coût de l'expropriation.

Cependant, le modèle indien fait exception à ce lien entre protection des investisseurs et gouvernance qui est reconnu presque à l'unanimité des chercheurs.

Chakrabarti et al. (2008) décrivent le système de gouvernement d'entreprise indien et examinent comment ce système a soutenu et freiné l'ascension de l'Inde aux premiers rangs des économies mondiales. Alors que, sur papier, le système juridique du pays offre une des meilleures protections des investisseurs dans le monde, la mise en application des lois reste un problème majeur avec des tribunaux lents et surchargés ainsi qu'un niveau de corruption

important. L'actionnariat reste concentré et le Business Model familial demeure le design Indien.

Malgré cette situation, les deux principales Bourses indiennes de valeurs sont comptées parmi celles ayant le nombre de transactions plus élevé et disposent d'un régime réglementaire rigoureux pour assurer l'équité, la transparence et les bonnes pratiques. Le paysage de la gouvernance d'entreprise dans ce pays a évolué rapidement au cours de la dernière décennie, en particulier avec la promulgation de mesures de type Sarbanes Oxley et des changements juridiques pour améliorer l'applicabilité des droits des créanciers.

L'explication politique de la gouvernance distingue le système des Etats-Unis, où la grande firme cotée à l'actionnariat peu concentré, à celui de l'Europe continentale où l'actionnariat est concentré. L'explication politique apportée par Roe (2000, 2003) sur la gouvernance des entreprises est relative à l'absence ou la présence d'un choix politique social-démocrate qui déterminerait les différences. Les social-démocraties privilégieraient la stabilité de l'emploi, encourageraient le désalignement avec l'intérêt des actionnaires et, par conséquent, proposeraient des normes actionnariales plus faibles ; ce qui se traduit par des coûts d'agence plus élevés. La concentration du capital est alors un moyen de contourner ce contexte, car en l'absence d'autres incitations, c'est le seul mode de gouvernance à même de réduire les coûts d'agence au détriment des actionnaires. Cette vision politique est complétée par la vision concurrentielle.

Selon Roe (2001), la valeur relative de la maximisation de la valeur actionnariale pour un pays dépend partiellement de son organisation industrielle. Dans les pays où les marchés des biens et services ne sont pas très concurrentiels, une forte primauté des actionnaires s'accorde moins facilement avec une maximisation de la valeur sociale ; cependant les pays où l'intensité concurrentielle est forte les dirigeants n'ont pas cette possibilité. Giroud et Mueller (2011) ont examiné si les entreprises des secteurs non compétitifs tirent davantage profit de la bonne gouvernance que les entreprises des industries concurrentielles. Ils constatent que les entreprises à faible gouvernance ont des rendements boursiers inférieurs, une performance opérationnelle moins bonne et une valeur plus faible, mais seulement dans les industries non concurrentielles.

En examinant les causes de cette inefficacité, ils constatent que les entreprises à faible gouvernance ont une productivité du travail plus faible et des coûts d'intrants plus élevés, et font des acquisitions plus destructrices de valeur, mais, encore une fois, seulement dans les industries non compétitives. Ils constatent également que les entreprises de gouvernance faible dans les industries non compétitives sont plus susceptibles d'être ciblées par des fonds

spéculatifs activistes, ce qui suggère que les investisseurs prennent des mesures pour atténuer l'inefficacité. Cette explication de la gouvernance par la concurrence est appuyée par Zhang (2017) qui a vérifié si les entreprises dans les industries à forte concurrence peuvent bénéficier d'une bonne gouvernance d'entreprise.

Ce même auteur analyse la réaction du marché aux annonces de la dualité (cumul des fonctions de dirigeant et Président du Conseil d'Administration), il constate que le marché réagit positivement aux événements de dualité si l'entreprise a une forte gouvernance et fait face à une forte concurrence sur le marché des produits. L'avantage de la dualité vient du gain d'efficacité dans la gestion, et est positivement lié à la concurrence du marché. Seules les entreprises ayant une gouvernance forte peuvent profiter de cet avantage.

La réaction du marché est négligeable pour les entreprises à faible gouvernance et pour les entreprises confrontées à une faible concurrence. Les résultats de l'auteur suggèrent que la concurrence sur les marchés de produits et la gouvernance d'entreprise sont des compléments pour les entreprises qui veulent gagner en efficacité managériale en accordant au Président du conseil d'administration un pouvoir supplémentaire.

En ce qui concerne l'explication de la gouvernance par la participation des investisseurs institutionnels, Gompers et Metrick (2001) font constater que les « grands » investisseurs institutionnels ont presque doublé leur part du marché boursier entre 1980 et 1996. Globalement, ce changement de structure de propriété, selon les auteurs, tend à augmenter la demande pour les actions de grandes entreprises et à diminuer la demande pour les actions de petites entreprises et peut représenter près de 50% du prix des actions de grandes entreprises par rapport aux actions de petites entreprises et expliquer en partie la disparition de la prime historique des actions de petites entreprises.

Ainsi, les investisseurs institutionnels sont devenus des acteurs prédominants dans l'économie mondiale. Ils jouent un rôle important dans l'internationalisation des marchés boursiers (Demarigny, 1994; Plihon, 1999) ; leur puissance financière est clairement établie et ils sont placés au cœur du capitalisme (Morin, 1998); ils sont en mesure d'influencer la gestion de ces entreprises d'une manière parfois décisive du fait de leur activisme, même s'ils demeurent, pour chacun d'entre eux, des actionnaires minoritaires (Girard, 2002; Jeffers & Plihon, 2002) comme c'est le cas des sociétés cotées sur la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM).

Les travaux dans leur majorité reconnaissent l'influence directe des investisseurs institutionnels sur la gouvernance des entreprises ; en particulier sur la diffusion de l'information et les orientations des objectifs de rentabilité. Ils sont taxés de diffuser un model actionnarial de

gouvernance au moment où la tendance est la diffusion d'un modèle partenarial (Charreaux & Desbrières, 2001).

Certains considèrent qu'ils influencent la stratégie d'entreprise, surtout du point de vue de la complémentarité des activités de l'entreprises (Batsch, 2002; Michael, 2015; Palpacuer et al., 2006; Sahut & Gharbi, 2010). Cependant, d'autres auteurs (Black, 1990; Bushee, 1998; Dong & Ozkan, 2008; Mottis & Ponsard, 2002) estiment que la montée en puissance des investisseurs institutionnels ne se traduit pas en une pression systématique sur l'entreprise. Lacoste, Lavigne et Rigamonti (2009) ont montré que dans le contexte français, même si on peut considérer que la présence des investisseurs institutionnels impose une manière de faire à l'entreprise, ils n'interviennent pas dans les décisions stratégiques.

En prélude, les scandales sur les marchés financiers mondiaux ont suscité de vifs débats sur la gouvernance d'entreprise et une grande partie de la littérature s'était déjà concentrée sur la théorie de l'agence et le problème découlant de la séparation de la propriété et du contrôle (Berle & Means, 1932; Eisenhardt, 1989). Ces débats concernent à la fois l'indépendance du conseil d'administration en termes de dualité (cumul des fonctions de Dirigeant et de Président du conseil d'administration), de la forme bicamérale (adoption d'un conseil de surveillance et d'un conseil directoire), de la structure de propriété, etc. et de leur influence sur la performance. Selon la théorie des organisations, le caractère dual du conseil d'administration permet d'établir un leadership fort et sans équivoque conduisant à la performance ; mais, selon la théorie de l'agence, la dualité favorise l'enracinement du PDG en réduisant l'efficacité du suivi du conseil d'administration (Fama & Jensen, 1983a, 1983b; Jensen & Meckling, 1976; Staw et al., 1981; Williamson, 1963).

De même, l'effet de la dualité sur la performance de l'entreprise ne rencontre pas un consensus. Les premiers suggèrent que les entreprises qui optent pour un leadership indépendant (séparation des fonctions de Directeur et Président du Conseil d'administration) ont systématiquement surpassé celles qui reposaient sur la dualité (Rechner & Dalton, 1991), les seconds admettent plutôt une relation positive entre la dualité qui est perçue comme une vigilance et la performance (Boyd, 1995; Finkelstein & D'aveni, 1994), les derniers expriment l'inexistence de lien entre la forme duale du conseil d'administration et la performance (Rashid, 2010). Peng et al. (2007) rappellent que la théorie de l'agence suggère que la dualité est mauvaise pour la performance, car elle compromet la fonction de contrôle et de direction et la théorie *stewardship*, en revanche, soutient que la dualité peut être une bonne situation pour la performance en raison de l'unité de commandement qu'elle présente.

Ces auteurs constatent que ces études empiriques peu concluantes proviennent principalement des économies développées en grande partie. Ils rejoignent le débat en étendant le travail empirique au contexte de transition institutionnelle largement inexploré qui offre un soutien plus fort à la théorie *stewardship* et enfin, demandent d'explorer une perspective de contingence pour spécifier la nature des conditions telles que la rareté des ressources et le dynamisme environnemental dans lequel la dualité peut être particulièrement précieuse.

Les études récentes intègrent dans la relation entre la dualité et la performance des variables médiatrices et/ou modératrices. Chang et al. (2018) exploitant deux chocs exogènes, examinent la relation entre la dualité (Cumul des fonctions de Président du conseil d'administration et de Directeur Général) et la performance de l'entreprise. Ils rapportent la preuve que la dualité profite à une entreprise lorsque l'incertitude de la politique économique est élevée (effet médiateur). Cela implique que la dualité est un mécanisme de gouvernance avantageux pour faire face à l'incertitude de la politique économique. Les auteurs montrent que la loi Sarbanes-Oxley a réduit le rendement pour les entreprises ayant un conseil d'administration dont les fonctions de Directeur et Président du conseil sont séparées en 2001. Toutefois, cet effet négatif est atténué lorsqu'une entreprise dispose d'une structure duale du conseil d'administration en 2001.

Les résultats obtenus par Isik (2017) montrent que l'effet de la dualité dépend de l'environnement de l'entreprise. Les résultats empiriques obtenus par cet auteur impliquent que la dualité a un effet significatif et positif sur la performance financière des banques, mesurée par le ratio du revenu net à l'actif total moyen. De plus, il constate un effet modérateur négatif de la taille du conseil d'administration sur le lien positif entre la dualité et le rendement de la banque.

Dans cette même logique, Tang (2017) examine comment la relation entre dualité et rendement des entreprises est influencée par deux forces de gouvernance internes à savoir : les autres dirigeants de l'équipe de direction et les administrateurs externes. Les résultats basés sur un ensemble de données longitudinales provenant de l'industrie informatique américaine montrent que la dualité a un effet négatif le Directeur Général a un pouvoir dominant par rapport aux autres dirigeants et lorsque le conseil dispose en son sein d'un administrateur externe. Ces résultats n'étaient, néanmoins pas significatifs. Pour l'auteur, l'étude enrichit la compréhension de l'effet de la dualité et contribue à renforcer l'appel à la structure non duale comme choix par défaut.

L'autre manche du débat sur la gouvernance d'entreprise concerne la structure de propriété et principalement la concentration de l'actionnariat et la présence d'investisseurs institutionnels

comme mentionné plus haut dans les explications légales et par les investisseurs institutionnels. La concentration de l'actionnariat mesure la condition dans laquelle les actions des sociétés cotées sont étroitement détenues (OCDE, 1993). L'étude de la relation entre la concentration de l'actionnariat et la performance peut être analysée au regard de deux théories : la théorie de l'agence et la théorie de l'enracinement. Selon Berle et Means (1932), les firmes dont le capital est diffus souffriraient d'un déficit de contrôle, susceptible d'affecter la performance financière. A l'opposé, la concentration de l'actionnariat peut garantir un meilleur contrôle des dirigeants (Beneish, 1997). Shleifer et Vishny (1986) développent un modèle dans lequel la présence d'un actionnaire de contrôle conduit à une meilleure performance.

Cependant, Demsetz et Lehn (1985) soutiennent que la structure de propriété des entreprises varie systématiquement de manière cohérente avec la maximisation de la valeur. Selon ces auteurs, les variables empiriquement significatives pour expliquer la variation de la structure de propriété des entreprises sont la taille, l'instabilité du taux de profit, que l'entreprise soit ou non un organisme de réglementation, du service public ou institution financière, du secteur des médias ou l'industrie du sport. Ils doutent de la thèse de Berle-Means, car aucune relation significative n'est constatée par ces derniers entre la concentration de la propriété et la rentabilité de l'ensemble des entreprises de leur échantillon.

La concentration de l'actionnariat peut engendrer de conflit entre actionnaire majoritaire et actionnaire minoritaire. L'actionnaire majoritaire, lorsqu'il est dirigeant, peut s'attribuer des avantages que les actionnaires minoritaires n'ont pas. Cette concentration peut avoir comme incidence l'enracinement du dirigeant préjudiciable pour l'entreprise (Demsetz, 1983).

Les prédictions d'une relation positive entre la concentration de la propriété et la performance de l'entreprise sont basées sur l'alignement des intérêts, la propriété comme substitut aux environnements juridiques et institutionnels faibles et la propriété signifiant l'engagement de renflouer et non exproprier une entreprise. Les prédictions d'une relation négative sont basées sur le problème du contrôle des agences entre ces deux types d'actionnaires, l'hypothèse du coût du capital et l'impact négatif sur les autres mécanismes de gouvernance d'entreprise (Wang & Shailer, 2015).

Dans une vision partenariale, la gouvernance intègre les pratiques de divulgation de l'information et l'adoption des pratiques éthiques et celles liées à la Responsabilité Sociale de l'Entreprise (RSE). Considérant que la mesure actionnariale de la valeur est trop restrictive pour construire une théorie pertinente de la gouvernance des entreprises, Charreaux et Desbrières (1998) proposent une définition élargie de la valeur créée, la valeur partenariale.

Cet élargissement et la mesure qui lui est associée sont conformes à la vision pluraliste de la firme et permettent de mieux comprendre les mécanismes de création et de partage de la valeur en relation avec l'ensemble des parties prenantes qui concourent au fonctionnement de la firme. Le terme « gouvernance d'entreprise » rend compte des nouvelles relations qui se nouent entre actionnaires, dirigeants, salariés et investisseurs institutionnels, mais aussi de leurs liens avec les créanciers, les clients, les fournisseurs et enfin les pouvoirs publics (Baron, 2003). C'est d'ailleurs la source de l'orientation vers le concept de transparence du débat sur la gouvernance partenariale. Selon Bushman et al. (2004), la transparence des entreprises est la disponibilité d'informations spécifiques de l'entreprise cotée en bourse aux personnes qui lui sont extérieures.

Cette transparence est double et comporte la transparence financière qui saisit l'intensité et la rapidité des divulgations financières, ainsi que leur interprétation et leur diffusion par les analystes et les médias et la transparence de la gouvernance qui saisit l'intensité des informations sur la gouvernance mises à la disposition des investisseurs externes afin de pouvoir demander des comptes aux dirigeants et aux administrateurs. Les auteurs découvrent que la transparence de la gouvernance est principalement liée au cadre légal du pays, alors que la transparence financière est principalement liée à l'économie politique. La transparence est également perçue comme le point de départ du *reporting* ; celle-ci peut être coercitive (imposée par des lois), normative (souhaitée par des certificateurs ou des Organisations Non Gouvernementales par exemple), imitative (par rapport aux concurrents) ou revendicative (à l'initiative de diverses parties prenantes) (Igalens & Point, 2009).

En ce qui concerne l'effet de la divulgation de l'information (transparence) sur la performance des entreprises, Chi (2009) suggère un effet positif. Ainsi, Renders et Gaeremynck (2007) estiment que lorsque la divulgation des informations est imposée par la loi selon un format strict, elle jouerait contre la performance du fait que les entreprises ne sont plus libres dans la manière de divulguer l'information pour orienter la prise de décision par les investisseurs.

L'élargissement de la gouvernance vers la gestion du capital humain intégrant l'adoption des codes éthiques et les pratiques RSE fut annoncée par Rajan et Zingales (2000) qui estiment que les chercheurs en gouvernance devront passer moins de temps à discuter des moyens de renforcer les droits des actionnaires et plus de temps sur les mécanismes de contrôle et de conservation du capital humain étant donné que depuis lors, la nature de l'entreprise a beaucoup changé: le capital humain a remplacé le capital physique comme principale source de valeur et les entreprises verticalement intégrées ont cédé la place à une concurrence accrue sur les marchés de produits intermédiaires. Cette approche de la gouvernance qu'on peut caractériser

de l'approche *stewardship theory* apporte un éclairage nouveau et différencié sur les travaux consacrés à la gouvernance des entreprises, en donnant une lecture différente des rapports humains et sociaux au sein des organisations.

Selon l'approche *stewardship theory*, plutôt que de recourir à une vision disciplinaire dans les relations entre individus, il peut parfois être préférable d'adopter une attitude « altruiste » vis-à-vis des autres acteurs de l'organisation. L'approche *stewardship theory* entend ainsi montrer que dans des circonstances spécifiques, l'altruisme peut également être un moyen de réduire les coûts d'agence (contrôle, surveillance, coordination...).

Bien que la plupart des recherches se soient concentrées sur les concepts d'agence du conseil en tant que surveillants des dirigeants, Anderson et al. (2007) suggèrent que le conseil d'administration évolue vers un rôle plus collaboratif avec la direction, conformément à la *stewardship theory*. Mais Yin et Zhang (2012) ont montré que la faiblesse ou l'absence d'un environnement normatif social propice, de pression positive des pairs, et le désalignement entre la RSE et la conception organisationnelle contribuent davantage à un manque d'approche systémique et institutionnalisée de la Responsabilité Sociale de l'Entreprise (RSE) dans les pays en développement. La RSE serait encore à un stade préliminaire dans ces pays, et l'infrastructure institutionnelle et l'éthique culturelle exerceraient une influence forte sur l'approche RSE dans les économies émergentes.

2- Performance et structure, composition et fonctionnement conseil d'administration

Les pratiques de gouvernance relatives à la structure, à la composition et au fonctionnement du conseil d'administration portent généralement sur la forme duale, la forme bicamérale, la diversité, la taille du conseil d'administration ainsi que les différentes formes de relations entre la direction et les administrateurs. La structure duale, c'est-à-dire la séparation entre des fonctions de Directeur Général et de Président du Conseil d'Administration ou même l'existence de la forme bicamérale du conseil d'administration (directoire et conseil de surveillance) ou encore la structure moniste avec un dirigeant dominant continue d'être l'objet des débats.

Fondamentalement, deux différentes théories soutiennent des positions contraires sur la séparation des fonctions de Directeur Général et de Président du Conseil d'Administration. Il s'agit, dans un premier temps, de la théorie de l'agence (Fama & Jensen, 1983) qui soutient l'idée que la dualité (Cumul des fonctions de Directeur Général et de Président du Conseil d'Administration) correspond à l'absence de séparation entre la fonction de décision et de

contrôle, qui remettrait en cause l'indépendance du conseil d'administration. Cette position est soutenue par Mizuchi (1983), Vance (1983) et Lorsch et Young (1990). Rhoades et al. (2001) corroborent les résultats de l'étude précédente et affirment que les firmes optant pour la séparation des deux rôles ont des rendements comptables supérieurs à ceux des firmes où les deux rôles sont combinés dans les mains de la même personne.

Le cumul des deux fonctions de dirigeant et de Président du Conseil d'Administration confère aux dirigeants un pouvoir discrétionnaire plus important, ce qui favoriserait la poursuite d'intérêts stratégiques et l'enracinement des dirigeants (Bova et al., 2015; Ginglinger et al., 2011; Toe et al., 2017). Toe et al. (2017), dans une étude basée sur la méthode d'estimations des GMM en panel dynamique qui permet de traiter les problèmes d'endogénéité aboutit au même résultat.

De plus, Godard et Schatt (2000) constatent que les entreprises ayant opté pour la dualité des fonctions sont plus rentables à long terme. D'autres études indiquent que les entreprises qui adoptent la séparation des fonctions de directeur général et de président du conseil obtiennent de meilleurs résultats que celles qui combinent ces deux fonctions (Berg & Smith, 1978; Boyd, 1995; Pi & Timme, 1993a). L'argument avancé est que la combinaison des fonctions diminue l'efficacité du conseil d'administration et augmente le risque d'actions opportunistes de la part du dirigeant qui prend la position de juge et de partie.

Dans un second temps, la théorie *stewardship* ou théorie de la convergence avance que le cumul de ces deux fonctions devrait conduire à une meilleure performance parce que le Président Directeur Général (PDG), selon cette théorie n'est pas opportuniste et agirait pour le bien de l'entreprise. La séparation des fonctions diluerait le pouvoir du dirigeant et par conséquent augmente la probabilité que les actions et les attentes du dirigeant et du conseil soient en contradiction (K. Donaldson et al., 1989; L. Donaldson & Davis, 1990, 1991; Duru, Iyengar, & Zampelli, 2016; Muth & Donaldson, 1998; Rachdi & El Gaied, 2009). Pour d'autres la variable liée au cumul des fonctions de président du conseil d'administration et le directeur général augmenterait même la probabilité de fraude managériale (Feki & Khoufi, 2008; Klein, 2002). Cependant, certains auteurs comme Romdhane (2015) expriment que la séparation entre la présidence du conseil et la direction n'a pas de relation significative avec la structure du capital. Par exemple, Principe (2016) a constaté que la dualité n'a aucun effet sur l'innovation. Toe et al. (2017) ont utilisé les régressions dynamiques pour obtenir les mêmes résultats.

Mais d'autres sont arrivés à justifier les l'un ou l'autre effet en développant une approche contingente. Pour ces auteurs, l'effet de la dualité sur la performance des entreprises dépend de l'environnement institutionnel (Chang et al., 2018). Boyd (1995) avait constaté que la direction

et l'ampleur de la relation dualité-performance variaient systématiquement à travers les dimensions environnementales de Dess et Beard (1984). Ces constats apportent un soutien partiel aux perspectives d'agence et d'intendance.

Elsayed (2007) suggère que la dualité n'atteint un coefficient positif et significatif que lorsque la performance de l'entreprise est faible. En utilisant le choc exogène de l'Accord de libre-échange entre le Canada et les États-Unis de 1989, Yang et Zhao (2014) constatent que les entreprises ayant une structure duale surpassent les entreprises sans dualité de 3 à 4% lorsque leur environnement concurrentiel change. De plus, la différence de performance est plus grande pour les entreprises ayant des coûts d'information plus élevés et une meilleure gouvernance d'entreprise. Ces résultats soulignent les avantages de la dualité dans la réduction des coûts d'information et la rapidité des décisions.

Le débat sur le fonctionnement du conseil d'administration s'est élargi à sa forme bicamérale. En effet, la théorie de l'identité sociale qui s'inscrit dans la perspective de l'étude des conflits intergroupes postule que la seule catégorisation en deux groupes distincts entraîne la discrimination à l'encontre de l'exogroupe dans le but de différencier son groupe. L'enjeu de la différenciation est une identité collective positive, celle-ci résultant d'une comparaison intergroupe favorable à l'endogroupe (Autin, 2010).

Lorsqu'un comité de direction est composé plus de techniciens spécialistes des questions pointues liées aux activités de l'entreprise, il serait doté d'une liberté relative dans les prises de décisions. L'essentiel de cette liberté, comme dans l'enseignement supérieur, s'exerce par un mode de gouvernance dit bicaméral, c'est à dire une ligne de décision portant, d'un côté, sur la gestion de l'organisation, où l'on trouve une proportion croissante de dirigeants qui ne sont pas issus du corps professoral, et, de l'autre, une ligne de décision portant sur les affaires dites académiques, où l'on trouve principalement des professeurs (Maltais & Defarges, 2014).

Un autre aspect plus étudié du conseil d'administration est sa taille. Dans la pratique, on peut constater que la taille du conseil d'administration peut varier dans des proportions non négligeables d'une entreprise à l'autre, dans le cadre de la fourchette prévue par la loi (03 à 12 dans les pays de l'UEMOA).

La taille du conseil d'administration est vue par la théorie de l'agence comme le paramètre le plus important. En effet, dans un conseil d'administration de plus grande taille, la probabilité est plus importante de trouver des administrateurs qui ne partagent pas les mêmes opinions que le dirigeant. De ce fait, il est plus difficile pour le dirigeant de faire accepter des décisions favorisant ses seuls intérêts. Les résultats des travaux existant sur le sujet sont dans la lignée de l'analyse précédemment décrite (Vanappelghem, 2015). Au sens de Pfeffer (1973), la taille du

conseil d'administration dépend de la fonction de ce dernier ainsi que des relations de la firme avec son environnement stratégique.

Par la suite, Boone et al. (2007) se demandent quels sont les déterminants de la taille du conseil d'administration et constatent que la taille de l'entreprise évolue au fur et à mesure de son développement. Ils constatent également que la taille du conseil d'administration augmente régulièrement après l'introduction en bourse de la firme, du fait notamment de l'entrée de nouveaux actionnaires au sein du capital de la firme. De surcroît, la taille du conseil d'administration augmente avec le niveau de diversification des activités de la firme. Enfin, elle s'accroît lorsque le dirigeant et son équipe de gestion disposent de facilités d'enracinement telles que les clauses de protection contre les offres de rachat de la firme.

Or, la taille du conseil ne suffit pas à elle seule à expliquer les différences de performance entre entreprises (Dalton et al., 1999). Même si les changements au niveau de la structure de propriété des sociétés représentent des opportunités de croissance et que la performance de l'entreprise à long terme repose plus sur sa capacité à créer, repérer ou exploiter ces nouvelles opportunités (Chabaud & Messeghem, 2010), l'opportunité n'est pas la performance.

La variation de la taille du conseil d'administration est liée aux ressources de l'entreprise ou à l'intégration des experts afin d'augmenter la performance ; mais selon ce point de vue, l'investissement à impact social, résumé à l'investissement dans des entreprises ayant un double objectif, à la fois social et financier, ne se justifie que si ces entreprises sont capables de faire mieux qu'une simple diversification de portefeuille, c'est-à-dire l'investissement séparé dans différents types d'activités (Viviani, 2018). L'augmentation de la taille du conseil d'administration n'aura un effet que lorsque l'alignement des intérêts entre les principaux acteurs de l'investissement ayant induit cette augmentation est une réalité.

Les conseils d'administration dont le rôle d'accompagnement stratégique prédomine sont le plus souvent de taille plus restreinte afin de permettre une prise de décision plus rapide.

L'analyse canonique de Pearce et Zahra (1992) montrait que l'incertitude accrue de l'environnement d'une entreprise, l'utilisation de la croissance externe et la diversification; le recours à l'effet de levier comme moyen de financement et la faible performance opérationnelle étaient associés à la taille importante des conseils d'administration et à une représentation accrue au cours des années suivante des administrateurs externes. Pour les auteurs, la taille du conseil d'administration est positivement associée aux mesures performance financière future des entreprises.

L'étude de Godard (2002) a évalué l'importance de la taille du conseil d'administration dans l'efficacité de ce dernier. En particulier, il a vérifié l'existence d'une différence de performance

entre les entreprises ayant un conseil restreint et celles ayant un conseil élargi et ne trouve aucune différence. Les résultats empiriques obtenus par certains auteurs montrent que la taille du conseil d'administration est positivement et significativement corrélée à la performance des entreprises de leur échantillon (Haniffa & Hudaib, 2006; Khaldi, 2016; Louizi, 2006). Il est également constaté un effet négatif de la taille du conseil d'administration sur la performance des entreprise (Mkadmi & Halioui, 2013) . Ces controverses ont permis, par exemple, à Yeung (2018) de proposer l'intégration de la culture dans l'analyse.

Les résultats d'une estimation logistique effectuée par Nouha et Walid (2016) montrent que les entreprises caractérisées par un conseil d'administration de grande taille et indépendant n'incite pas les dirigeants à frauder, mais réduit leur attitude opportuniste et particulièrement leur volonté à manipuler l'information financière. Dans une suite logique, Bourjade et al. (2016) ont montré que les asymétries d'information entre les parties prenantes ainsi qu'une collusion potentielle entre certains administrateurs et les dirigeants ont un impact significatif sur la composition optimale du conseil d'administration. En outre, l'indépendance des administrateurs et une plus grande diversité dans la composition du conseil d'administration permettraient d'améliorer la qualité de la gouvernance, mais ne seraient pas toujours synonymes de meilleure performance.

Lorsque les actionnaires mettent en place un conseil d'administration sans possibilité de collusion, les auteurs montrent que les administrateurs doivent proposer un contrat qui comprend une part variable plus importante pour un dirigeant compétent que pour un dirigeant incompetent. C'est-à-dire le dirigeant compétent perçoit une « rente informationnelle » mais pas l'incompétent. Cette rente informationnelle correspond à la compensation que les actionnaires doivent donner au dirigeant afin de l'inciter à révéler l'information qu'il détient. Elle permet de créer un système de rémunération qui incite les dirigeants compétents à ne pas se comporter comme des dirigeants incompetents. Les auteurs montrent aussi que le contrôle des dirigeants exercé par les administrateurs permet de réduire cette rente.

Les études de Coughlan et Schmidt (1985) ainsi que Warner et al. (1988) ont montré une relation significative entre la rotation des dirigeants et les mauvaises performances de la firme, dans le contexte américain. Dans le même ordre d'idées, les études de Weisbach (1988) et Hermalin et Weisbach (1988) ont fait ressortir une corrélation très forte entre la rotation des dirigeants et les indicateurs de performance. La composition du conseil d'administration pourrait aussi avoir un impact sur la performance de l'entreprise. Byrd et Hickman (1992a, 1992b), attestent l'impact positif des administrateurs indépendants sur la performance de l'entreprise. Ils affirment que ces derniers sont susceptibles par leur objectivité, de minimiser

l'expropriation des ressources de l'entreprise et de même améliorer la performance de l'entreprise. Selon Pfeffer et Salancick (1978), le rôle des administrateurs indépendants dans l'amélioration de la capacité d'une entreprise à obtenir la reconnaissance de parties prenantes externes est essentiel. Leur présence conduit à la réduction de l'incertitude sur l'entreprise et améliore la capacité de la société à rentabiliser les fonds.

La question de la diversité du conseil d'administration est devenue également objet de débat (Allemand et al., 2016; Arnaud, 2016; Bauweraerts et al. 2017). Par exemple, les études de Arnaud (2016) indiquent qu'une amélioration de la performance des entreprises camerounaises peut être attribuée à la diversité de leur conseil d'administration. Cependant, l'existence des valeurs féminines n'influence en rien la performance de l'entreprise, le fait de vouloir contrôler le capital par la famille justifie plutôt la proportion des femmes (Dang et al., 2017; Moulin & Point, 2012). Dang et Teulon (2015) confirment le lien qui existe entre la taille des entreprises et la présence des femmes dans les structures dirigeantes. En revanche, cette présence est indépendante du type d'actionnariat.

3- Structure de propriété et performance des entreprises

La relation performance et structure de propriété a été objet de plusieurs études empiriques, depuis Berle et Means (1932), suivis de Jensen et Meckling (1976). Tsionas et al. (2012) et Nguyen et al. (2015) ont tenu compte du caractère endogène de la structure de propriété pour utiliser l'estimation GMM en tenant compte de l'avancée significative fournie par Lewbel (1997). Les résultats empiriques obtenus suggèrent que la concentration de la structure de propriété est positivement et fortement associée à une meilleure performance des entreprises dans le secteur du transport maritime.

Ces auteurs préconisent que plus le dirigeant possède un pourcentage important du capital, plus il va maximiser la création de la valeur et plus la firme serait performante. La structure de l'actionnariat d'une entreprise est susceptible d'influencer la mise en œuvre de mécanismes de gouvernance en son sein. En effet, l'implication d'un actionnaire dans le contrôle des dirigeants ne sera pas la même selon la part de capital détenue par cet actionnaire, ainsi qu'en fonction de son horizon de placement et de ses objectifs. Un actionnaire détenant une part importante du capital sera plus incité à s'investir dans la gouvernance de l'entreprise.

Ainsi, la présence d'un actionnaire de contrôle agira comme un mécanisme de gouvernance susceptible de discipliner les dirigeants (Demsetz & Lehn, 1985; Shleifer & Vishny, 1986), et de renforcer la performance de la firme, c'est la vision de la théorie de l'enracinement. Burkart

et al. (1997) signalent qu'un contrôle trop étroit peut réduire la capacité d'initiative des dirigeants, et in fine, réduire la valeur de la société. Selon ces auteurs, un actionnaire majoritaire peut être souhaitable lorsque le coût lié à la concentration de l'actionnariat est inférieur au coût d'agence résultant du conflit classique actionnaires-dirigeants.

Ducassy et Guyot (2017) cherchent à comprendre le rôle prépondérant joué par les *blockholders* et leur véritable mécanisme de gouvernance, dans le contexte français, caractérisé par des structures de propriété complexes. Ils se sont concentrés sur le rôle que les actionnaires de second rang peuvent jouer dans la gouvernance optimale des entreprises et dans leur capacité à résoudre les conflits entre le principal/agent et le principal/l'agence principale. Ils constatent que les actionnaires de second rang exercent une surveillance supplémentaire efficace lorsque le pouvoir est contestable, mais ce phénomène augmente les coûts du principal /organisme principal en présence d'un actionnaire majoritaire.

L'étude de Haniffa et Hudaib (2006) s'est intéressée à la relation entre la structure du gouvernement d'entreprise et la performance des firmes. Il découle de leurs résultats une association positive et significative entre la concentration du capital et les mesures de performance comptables et boursières des entreprises de son échantillon. D'autres auteurs ont traité de l'impact des dirigeants sur la performance. Walsh et Seward (1990), attestent qu'une performance médiocre pourrait être due aussi bien à l'incompétence du dirigeant qu'au manque d'efforts fournis par lui.

Les résultats (à l'aide des tests semi-paramétriques) de Hamadi et Heinen (2015) montrent des écarts importants par rapport à la linéarité. L'effet de la concentration de l'actionnariat sur la performance est positif jusqu'à environ 75 ou 80% et légèrement concave.

Mais Lozano et al. (2016) précisent que lorsque l'actionnaire principal exerce un contrôle effectif sur l'entreprise (c'est-à-dire un contrôle absolu ou un contrôle inférieur au contrôle absolu, mais sans le contrôle d'un second actionnaire important), la relation entre concentration de l'actionnariat et la valeur d'entreprise est en forme de U.

Toutefois, l'actionnaire de contrôle peut aussi profiter de sa position pour s'attribuer une partie des richesses de la firme, au détriment des actionnaires minoritaires (Fama & Jensen, 1983). Cela peut aussi conduire à un enracinement de l'actionnaire majoritaire, préjudiciable à la performance de l'entreprise (Shleifer & Vishny, 1997). Le lien entre la concentration de l'actionnariat et la performance de la firme n'est donc pas évident a priori. Abdallah et Ismail (2017) constatent que la relation positive entre la qualité de la gouvernance et la performance de l'entreprise est maintenue et qu'elle est plus forte lorsque la concentration de la propriété est faible.

Le débat portant sur l'effet de la structure de propriété sur la performance des firmes s'est orienté vers la part du propriétaire-dirigeant dans le capital. Selon Jensen et Meckling (1976), plus la part du capital détenue par les dirigeants est importante, plus les divergences d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants seront faibles. En effet, lorsque les intérêts des managers coïncident fermement avec ceux des actionnaires, les conflits et donc les problèmes d'agence seront réduits. Ceci peut réduire le comportement d'expropriation de la richesse des actionnaires par le dirigeant. Ainsi, il éviterait de s'engager dans des décisions ne maximisant pas la valeur de la firme. C'est la convergence des intérêts qui suggère que la valeur de la firme augmente si le pourcentage du capital détenu par des managers croît.

Morck et al (1988) parleront de deux hypothèses : l'hypothèse de « la convergence des intérêts » et celle de « l'enracinement managérial ». les résultats obtenus par ces auteurs montrent que la valeur Q de Tobin augmente si les dirigeants possèdent entre 0 % et 5 %, diminue si les dirigeants possèdent entre 5 % et 25 %, puis augmente si les dirigeants possèdent plus de 25 %. A la suite de cette étude, Hermalin et Weisbach (1988) et McConnell et Servaes (1990) montrent que la relation entre la propriété des dirigeants et la performance de l'entreprise est non linéaire. Hermalin et Weisbach (1988) trouvent qu'il existe une relation positive entre la valeur de l'entreprise et la propriété du dirigeant à un niveau compris entre 0 % et 1 %, puis négative entre 1 % et 5 %, positive entre 5 % et 20 % et finalement négative pour plus de 20 %.

Ellili (2007) a mené une étude sur la propriété managériale et les caractéristiques du conseil d'administration. En effet, la propriété managériale est substituable, selon l'auteur, à la séparation des fonctions et à la proportion des administrateurs externes dans le conseil et elle complémentaire à la taille du conseil d'administration. Cela aide les entreprises à gérer optimalement les différents mécanismes de contrôle afin de réduire les conflits d'agence entre les dirigeants et les actionnaires.

Charreaux (1991) conclut pour la neutralité de l'impact des structures de propriété sur la performance. Cependant, il affirme que la convergence entre propriété et décision ou une séparation très faible semble de nature à améliorer la performance.

Les investisseurs financiers et institutionnels ont pris progressivement une part élevée du capital des sociétés cotées. Ils sont présents également dans le capital des sociétés cotées sur la BRVM. Bien qu'ils soient reconnus comme des investisseurs compétents (Bushee, 1998), leur implication dans la gouvernance de l'entreprise sera en fonction de leur part dans le capital et du fait qu'il soit de long ou court terme. Lorsqu'ils détiennent une fraction significative du capital, les actionnaires financiers et institutionnels peuvent exercer un rôle de contrôle délégué (Diamond, 1984) au profit des autres actionnaires.

Yigbedek (2015) étudie le lien entre la structure de propriété et la performance des entreprises d'assurance du Cameroun et obtient un résultat selon lequel la part du capital détenue par les actionnaires institutionnels influence positivement sa performance. La performance des entreprises est de plus en plus liée à la présence des investisseurs institutionnels.

Les investisseurs institutionnels constituent un des piliers essentiels dans la discipline des hauts dirigeants (Fich et al., 2015 ; Huson et al., 2001). Lorsqu'ils détiennent une fraction significative du capital, les actionnaires financiers et institutionnels peuvent exercer un rôle de contrôle délégué (Diamond, 1984) au profit des autres actionnaires. De ce fait, leur présence influence positivement la performance dans le long terme (Mard et al., 2014).

Cependant, un rôle de modération est attribué à la présence des investisseurs financiers et institutionnels dans le capital des sociétés. Ming et al. (2018) utilisent les données de la Malaisie pour examiner si les investisseurs institutionnels affectent la relation entre la performance de l'entreprise et la rémunération des PDG. Donc, à l'inverse, ils sont souvent accusés de mettre la pression sur les dirigeants et de privilégier un horizon à court terme (Porter, 1992). Cela peut inciter les dirigeants à prendre des décisions sous-optimales en termes de création de valeur à long terme. Plusieurs études ont analysé le rôle des investisseurs institutionnels dans la performance.

Même si certains auteurs admettent que le lien positif entre la présence d'investisseurs financiers et institutionnels n'est pas évident, plusieurs autres ont reconnu l'existence du lien positif entre la présence de ceux-ci et la performance, mais cet effet dépendrait du temps de participation et de taux de la participation (Sahut & Gharbi, 2010). La présence d'investisseurs financiers et institutionnels limiterait aussi le recours inutile aux emprunts (Romdhane, 2015). Selon Bughin et al. (2011), les investisseurs institutionnels constitueraient un contre poids face au pouvoir des dirigeants. Ils sembleraient donc constituer une *zone tampon*, des relais entre, d'une part, l'équipe dirigeante et, d'autre part, le marché. De manière synthétique, ils regroupent les organismes de placement collectif, les compagnies d'assurances et les fonds de pension. Certains auteurs ont cherché à savoir si le comportement des représentants des investisseurs institutionnels dans les conseils conduit à des différences observables dans le financement des entreprises et la performance. García-Meca et al. (2015) constatent que les administrateurs représentant des investisseurs sensibles à la pression (banques et compagnies d'assurances, par exemple) préfèrent un effet de levier financier moindre, tandis que les administrateurs résistant aux pressions (fonds communs de placement et fonds de pension) ne montrent aucune préférence particulière. Lorsqu'ils sont analysés séparément, les

administrateurs nommés par les banques et les compagnies d'assurances ont des attitudes différentes.

Plusieurs auteurs se sont intéressés aux déterminants du taux de flottant à l'introduction en bourse ou sur les effets des introductions en bourse, s'intéressent majoritairement aux performances boursières à court terme (mesure et explication du phénomène de sous-évaluation du prix d'offre). E. Poincelot et Poincelot (2017) ont étudié dans quelle mesure les motivations à s'introduire en bourse ainsi que les conséquences sur la performance post-introduction peuvent conditionner le choix du taux de flottant et d'une décote du prix offert à l'introduction. A partir d'un échantillon de 75 sociétés introduites sur la période avril 2005 - février 2014 sur Euronext Paris, les auteurs ont obtenu des résultats significatifs entre plusieurs variables explicatives (facteur de dilution, taux de flottant) et la décote.

4- Divulgence de l'information, rémunération et performance

« La notion anglo-saxonne d'accountability, sans traduction littérale en langue française, est un processus liant les organisations qui fait à la fois référence à l'obligation de se soumettre à un contrôle par des instances externes et de rendre des comptes sur les pratiques individuelles et collectives de leurs membres. L'accountability est un processus organisationnel et non individuel. En cela, cette notion se différencie de la responsabilité » (Dupont et al., 2007, p. 16). Le fait que le dirigeant d'une société recherche de la performance, de la transparence et de la satisfaction des clients façonne leurs interventions.

Elevés au rang d'injonctions, ces impératifs participent au renforcement d'un ordre régulateur en les murs qui s'apparente à une gouvernance à distance destinée d'une part à gérer une figure de risque, le détenu, dont il est attendu qu'il « participe activement » à sa peine, et d'autre part à faire se conformer les intervenants à des logiques de prise en charge standardisées et mesurables, dont ils sont appelés à rendre compte (Jendly, 2012). Il existe une opportunité, un avantage pour l'entreprise d'être transparente. L'existence de cette opportunité, par exemple l'opportunité de croissance, est généralement associée à une asymétrie d'information et à des coûts d'agence élevés qu'il faut supporter (Gaver & Gaver, 1993; Smith Jr & Watts, 1992).

Il serait donc indiqué que les sociétés qui disposent de bonnes opportunités de croissance puissent accroître l'étendue et la transparence de l'information au sujet leurs pratiques de gouvernance pour réduire une telle asymétrie d'information avec les partenaires financiers. D'ailleurs, Hossain et al. (2005) notent l'existence d'une relation positive entre les opportunités de croissance et le niveau de publication d'information prospective. Les résultats obtenus par

Lee et al. (2015) suggèrent que le marché est susceptible de réagir négativement à la divulgation d'une mauvaise information par les entreprises. Les investisseurs sont donc préoccupés par les coûts potentiels auxquels les entreprises font face. Ben-Amar et McIlkenny (2015) relient plutôt la transparence à l'efficacité du Conseil d'Administration.

Cependant, Eng et Mak (2003) ne trouvent aucune relation significative entre la présence d'opportunités de croissance et l'étendue de la diffusion volontaire d'information dans le rapport annuel. Bujaki et McConomy (2002) trouvent que les entreprises qui connaissent une baisse de leur performance financière améliorent l'étendue de l'information au sujet des pratiques de gouvernance. En revanche, Labelle (2002) documente une relation significative seulement pour 1997 et la relation entre la performance financière et la transparence de l'information n'est pas significative pour l'année 1996.

Les principes de transparence, d'imputabilité, d'équité et de croissance saine sont le gage d'une bonne gouvernance d'entreprise (Boujenoui et al., 2004). En effet, les résultats obtenus par Boujenoui et al. (2004) montrent qu'un seuil relatif à l'indice de divulgation doit être dépassé pour que la gouvernance puisse se traduire par un effet positif sur la performance financière. La divulgation est ainsi indispensable pour l'amélioration de la performance financière des entreprises canadiennes (Kolsi & Ghorbel, 2011). Chi (2009) examine si les différences dans la qualité de la transparence au niveau de l'entreprise et dans la divulgation des pratiques de gouvernance d'entreprise aident à expliquer le rendement des entreprises dans un échantillon représentatif d'entreprises taïwanaises.

Cette étude fournit des preuves qui concordent avec les initiatives des régulateurs taïwanais selon lesquelles de bonnes pratiques de divulgation d'entreprise jouent un rôle important dans la performance des entreprises. L'absence de certaines informations augmente l'asymétrie d'information au niveau des investisseurs et peut réduire leur engouement vis-à-vis des titres de l'entreprise (Ajina et al., 2013).

Mehran (1995) effectue l'examen de la structure de rémunération de 153 entreprises manufacturières choisies au hasard en 1979 et 1980. Les résultats suggèrent que la forme plutôt que le niveau de rémunération incite les dirigeants à accroître la valeur de l'entreprise. La performance des entreprises est positivement liée au pourcentage d'actions détenues par les gestionnaires et au pourcentage de leur rémunération qui est fondé sur des actions. De plus, la rémunération à base d'actions est davantage utilisée dans les entreprises comptant plus d'administrateurs externes.

La taille de l'entreprise, la gouvernance d'entreprise, la qualité de l'auditeur, le statut d'entreprise cotée sont des explications significatives de la divulgation (Clarkson et al., 2006).

La transparence du conseil d'administration est importante pour assurer la responsabilité des actionnaires et rassurer le public en ce qui concerne leur rémunération (Greenbury, 1995). Mais l'excès de rémunération causerait une baisse de performance. Selon Brick et al. (2006), si la relation positive entre la rémunération des dirigeants est symptomatique du clientélisme, alors la relation entre la performance de l'entreprise et la rémunération excédentaire devrait être négative.

Certains auteurs se sont intéressés à la composante à long terme de la rémunération des dirigeants et plus précisément, aux critères financiers, comptables et non financiers qui permettent d'établir que les dirigeants ont atteint leurs objectifs. Bancel et Philippe (2018) montrent que les entreprises européennes utilisent différents critères et ne retiennent pas le seul cours de Bourse. Les auteurs présentent en conclusion que les critères à appliquer doivent être contingents à la situation et au niveau de performance de la firme, à la structure de son actionnariat et aux caractéristiques de ses dirigeants.

5- Pratiques éthiques, Responsabilité Sociale de l'Entreprise (RSE) et performances

Cette rubrique décrit d'abord quelques efforts effectués dans le cadre de la réglementation des pratiques éthiques et RSE avant de chercher à établir le lien théorique entre les pratiques éthiques et RSE et la performance.

Le retour des préoccupations éthiques traduirait le malaise profond des sociétés, malaise consécutif au triomphe de la rationalité instrumentale qui a tendance à faire des êtres humains des objets manipulables. Cette perversion de la rationalité s'exprime particulièrement dans les entreprises (Enriquez, 1993).

En effet, diverses initiatives sont prises dans le domaine de la gouvernance d'entreprise, ce qui pourrait avoir une incidence positive sur l'amélioration des normes de gouvernance d'entreprise en général. Certaines de ces initiatives de réforme de la gouvernance d'entreprise sont à l'échelle nationale ; certains sont régionaux, tandis que d'autres ont une portée panafricaine. Un aperçu de certains des développements les plus significatifs sur ces trois niveaux est fourni. Au niveau national, diverses initiatives de gouvernance d'entreprise ont été prises et ont une incidence directe sur l'éthique des affaires.

Au Ghana, par exemple, le Forum africain des marchés des capitaux a lancé un projet anticorruption au sein du secteur privé. Il a attiré l'attention sur le rôle que le secteur privé joue dans l'évolution de la corruption par l'offre des pots-de-vin aux fonctionnaires (Armstrong, 2003, p. 84). Le résultat de cette initiative est une plus grande sensibilisation à la nécessité d'adhérer à des normes éthiques rigoureuses dans les secteurs privé et public. En Afrique du

Sud, les organismes professionnels et les établissements d'enseignement supérieur déploient des efforts concertés pour introduire des programmes sur la gouvernance d'entreprise. Certains de ces programmes ont des composantes distinctes en matière d'éthique des affaires, dans le cadre desquelles les étudiants de niveaux inférieur et supérieur ainsi que les programmes parascolaires reçoivent une formation officielle sur l'éthique des affaires (Armstrong, 2003, p.104).

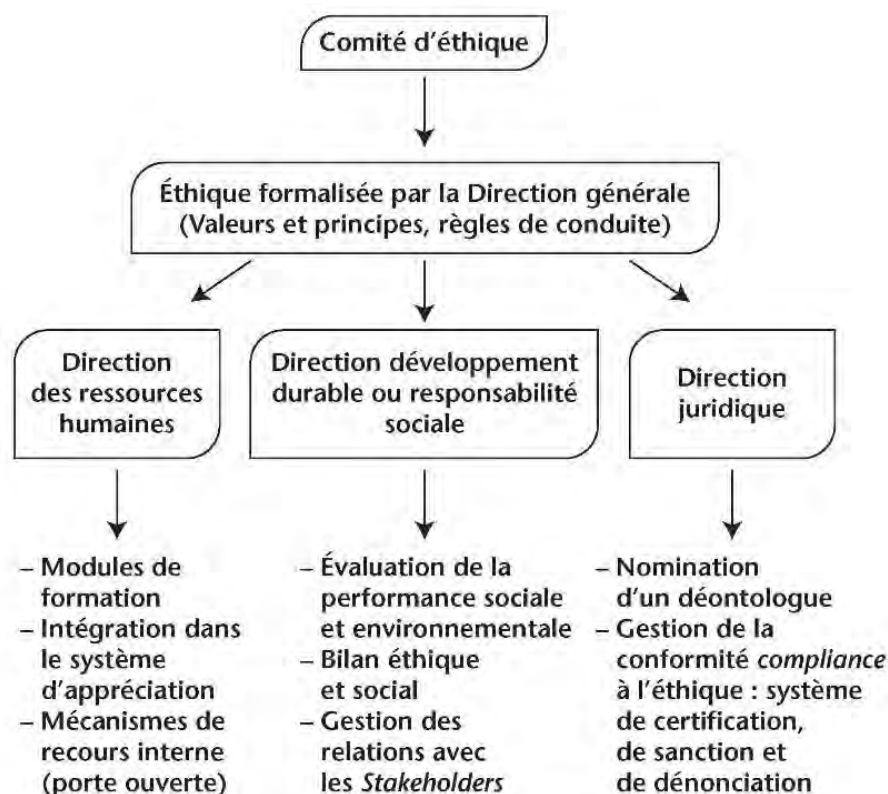
Toujours en Afrique du Sud, le Johannesburg Securities Exchange (JSE) a introduit un indice d'investissement socialement responsable pour les entreprises cotées sur son marché qui évaluent les entreprises sur leur triple résultat, qui inclut également une dimension éthique. Au Kenya, le PSCGT aide diverses organisations à élaborer des codes d'éthique (Armstrong, 2003, p.100). Ce ne sont là que quelques-unes des initiatives qui sont prises pour améliorer la qualité de la gouvernance d'entreprise en général et de l'éthique des affaires en particulier. Au niveau continental (panafricain), le lancement du Nouveau Partenariat pour le développement de l'Afrique (NEPAD) pourrait également avoir une incidence positive sur l'amélioration de la gouvernance d'entreprise en général et sur l'éthique des affaires en tant que partie intégrante. L'objectif de l'initiative du NEPAD est d'éradiquer la pauvreté et de favoriser la croissance socio-économique par la démocratie et la bonne gouvernance (Armstrong, 2003, p.66).

Les chefs d'Etat des pays africains se sont engagés non seulement à améliorer la bonne gouvernance politique, économique et d'entreprise, mais aussi à participer volontairement au Mécanisme africain d'évaluation par les pairs, où les pays individuels seront évalués par leurs pairs en Afrique (Anonyme 2004, p.32). Le groupe de travail du NEPAD a également adopté divers accords ayant une incidence directe sur la performance éthique d'organisations telles que le Pacte de gouvernement d'entreprise qui souligne l'importance de l'intégrité organisationnelle et de son institutionnalisation, ainsi qu'un pacte sur l'élimination de la corruption. En outre, la Déclaration sur la responsabilité sociale des entreprises a été adoptée, soulignant la nécessité de relations positives entre parties prenantes fondées sur l'intégrité et la protection des droits de l'homme. On peut s'attendre à ce que, grâce à ces diverses initiatives, la vague de gouvernance d'entreprise augmente. L'éthique des affaires en tant que partie intégrante de la gouvernance d'entreprise peut s'attendre à bénéficier de cette montée de la vague et à gagner en importance en conséquence.

Dans une vision basée sur les ressources de l'organisation par l'un et dans une approche large, Pérez (2003) et Charreaux (1997), définissent la gouvernance d'entreprise comme étant l'ensemble des principes et règles qui dirigent et limitent les actions des dirigeants destinées à instaurer des relations de confiance avec les parties prenantes. L'élaboration de bilans éthiques,

sociaux et environnementaux est devenue une obligation dans certains systèmes comme celui de la France. Ils permettent à l'entreprise de communiquer, aux parties prenantes, les progrès accomplis dans le domaine éthique. Il ne s'agit pas de présenter une image embellie au public en vue de le convaincre des intentions pures de l'entreprise, mais de partager les dilemmes avec les parties prenantes (Mercier, 2014). Crifo et Rebérioux (2015) identifient notamment trois forces motrices en matière de finance durable et RSE : la structure du capital (identité des actionnaires), la composition des conseils d'administration et le cadre réglementaire en matière de gouvernance et responsabilité sociétale des entreprises. Ils montrent comment les évolutions dans la gouvernance ces trois dernières décennies ont conduit à une montée en puissance des enjeux RSE et finance durable. La volonté de promouvoir la responsabilité sociétale des entreprises (RSE) renvoie en creux à la faible acceptabilité sociale de l'entreprise. Ainsi, pour être mise en œuvre, les pratiques éthiques et RSE vont être institutionnalisées. Mercier (2014) a proposé un processus à travers lequel l'éthique peut être institutionnalisée (Voir figure).

Figure 6 : Le processus d'institutionnalisation de l'éthique au sein d'une organisation



Source : (Mercier, 2014).

Les chercheurs ont signalé un impact positif, négatif et neutre de la responsabilité sociale des entreprises (RSE) sur la performance financière (McWilliams & Siegel, 2000). McWilliams et Siegel (2001) ont ensuite présenté un modèle d'offre et de demande de responsabilité sociale des entreprises (RSE). Sur la base de ce cadre, ils supposent que le niveau de RSE d'une entreprise dépendra de sa taille, niveau de diversification, recherche et développement, publicité, ventes gouvernementales, revenus des consommateurs, conditions du marché du travail et stade du cycle de vie de l'entreprise.

A partir de ces hypothèses, ils concluent qu'il existe un niveau « idéal » de RSE, que les gestionnaires peuvent déterminer au moyen d'une analyse coûts-avantages, et qu'il existe une relation neutre entre la RSE et la performance financière. Les études de Waddock et Graves (1997) avaient néanmoins montré que la RSE d'une entreprise est associée positivement aux performances financières antérieures, ce qui confirme la théorie selon laquelle la disponibilité des ressources et la RSE sont positivement liées. La RSE est également associée positivement à la performance financière future, soutenant la théorie selon laquelle la bonne gestion et RSE sont positivement liées.

Motta et Uchida (2017) ont étudié le lien entre la présence d'investisseurs institutionnels, la responsabilité sociale des entreprises et leur performance. Leurs résultats suggèrent que les lois non contraignantes destinées aux investisseurs institutionnels peuvent renforcer les pratiques commerciales responsables et que les initiatives des gouvernements nationaux jouent un rôle efficace. Villarón-Peramato et al. (2018) ont effectué une recherche sous l'hypothèse que la responsabilité sociale des entreprises (RSE) peut être promue comme stratégie d'autodéfense contre les coûts discrétionnaires managériaux, conduisant le marché des capitaux à exiger des niveaux d'endettement plus élevés pour résoudre les frictions et contrôler la gestion.

II- Protection des investisseurs, mécanismes de gouvernance et productivité

Cette rubrique met en évidence le rôle de l'environnement juridique, et plus particulièrement de la protection des investisseurs sur le développement financier. Elle a permis de présenter, sur le plan théorique, l'effet des mécanismes de gouvernance sur la performance des entreprises.

1- Protection des investisseurs et développement financier

Le développement financier exerce un impact de premier ordre sur la croissance économique à long terme et les marchés boursiers tendent à devenir plus grands, plus liquides, plus volatils et plus intégrés après la libéralisation. En outre, les pays dont les entreprises diffusent largement

des informations complètes ont des marchés plus vastes, plus liquides et plus intégrés sur le plan international (Levine & Zervos, 1998).

Les pays avec une protection des investisseurs plus pauvres ont des marchés de capitaux plus petits et plus étroits (La Porta et al., 1997). Alfaro, Chanda et al. (2004) montrent que l'Investissement Direct Etranger seul joue un rôle ambigu dans la contribution à la croissance économique. Cependant, les pays ayant des marchés financiers bien développés tirent un bénéfice significatif de l'IDE. Le développement financier permet ainsi de bénéficier des avantages de l'investissement direct étranger. La protection des investisseurs permet alors de bénéficier d'une croissance provenant de son influence sur les marchés financiers.

Les institutions juridiques peuvent également influencer la productivité au travers de leur impact sur le développement financier. Levine (2005) évalue et critique les recherches théoriques et empiriques sur les liens entre le fonctionnement du système financier et la croissance économique. Bien que soumis à de nombreuses réserves et opinions contraires, la prépondérance de la preuve suggère que les intermédiaires financiers et les marchés sont important pour la croissance et que la causalité inverse ne peut à elle seule conduire cette relation. En outre, la théorie et l'évidence impliquent que des systèmes financiers mieux développés atténuent les contraintes de financement externes auxquelles sont confrontées les entreprises, ce qui éclaire un mécanisme par lequel le développement financier influence la croissance économique.

La relation positive entre protection des investisseurs et développement financier repose sur l'idée que, comme les arrangements contractuels forment la base des activités financières, les systèmes juridiques qui protègent les investisseurs (actionnaires et créanciers) et garantissent l'application des lois favorisent le développement financier. Levine et Zervos (1998) ont confirmé une influence positive de la protection des droits des créanciers sur le développement économique et financier.

Sur un plan empirique, ce rôle a été attesté par plusieurs études qui montrent un lien positif entre le développement financier et la croissance de la productivité. King et Levine (1993) ont montré que diverses mesures du niveau de développement financier sont fortement associées à la croissance réelle du PIB par habitant, au taux d'accumulation du capital physique et à l'amélioration de l'efficacité avec laquelle les économies utilisent le capital physique. De plus, la composante prédéterminée du développement financier est fortement corrélée avec les taux futurs de croissance économique, d'accumulation du capital physique et d'amélioration de l'efficacité économique.

En effet, les paroles du régulateur peuvent peser sur la dynamique des marchés financiers. Il semblerait même que les discours de l'Autorité des Marchés Financiers peuvent produire un effet réel sur les marchés. En effet, *« le régulateur financier peut alerter les investisseurs sur les risques attachés à un produit de placement, et ce faisant, remplir sa mission de protection de l'épargne publique. Le régulateur a aussi pour mission de sanctionner les acteurs et de protéger le marché de ceux qui le menacent. Quand il décide de faire savoir qu'il a prononcé des sanctions contre un professionnel qui a commis un manquement, il alerte les autres professionnels. En rendant public son jugement, le régulateur tend, en connaissance de cause, à ostraciser le professionnel fautif et à dissuader les autres professionnels qui seraient tentés de l'imiter. Lorsque le régulateur veut modifier les pratiques collectives des acteurs du marché, il peut bien sûr réglementer l'activité en question, mais il peut aussi faire précéder ou remplacer sa réglementation par un consensus de place qu'il contribue à créer en initiant une réflexion collective et en orientant les représentations collectives à travers l'expression de son opinion autorisée. Il y a donc des effets réels des discours du régulateur sur le marché régulé »* (Kirat, Marty, Bouthinon-Dumas, & Rezaee, 2017, p. 21). On peut alors conclure que la liquidité des marchés financiers et le développement du secteur bancaire contribuent à la croissance.

En outre, Cournède et Mann (2017), suggèrent que les pays de l'OCDE ont vécu un processus de financiarisation d'une ampleur considérable au cours des cinquante dernières années. Celui-ci s'est en outre accompagné de profondes transformations incluant notamment un fort basculement de la distribution du crédit en faveur des ménages au détriment des entreprises et, après 2000, un assèchement de l'apport de capitaux par les marchés boursiers. Un éventail d'analyses économétriques souligne que ces développements ont eu pour conséquence d'affaiblir la croissance de long terme. En effet, aux niveaux atteints dans les pays de l'OCDE, une augmentation du ratio « crédit/PIB » se traduit par un ralentissement de la croissance, en particulier lorsque les prêts sont destinés aux ménages, tandis que l'expansion du financement par actions renforce l'expansion économique.

De surcroît, la financiarisation des économies de l'OCDE contribue au creusement des inégalités. Dans ces conditions, il est important de privilégier les politiques macro-prudentielles qui optimisent les arbitrages entre stabilité et croissance. Les divergences des législations nationales en matière de procédures d'insolvabilité et de restructuration créent une insécurité juridique et rendent coûteuse l'évaluation du risque dans certains pays, notamment dans un contexte d'investissement transfrontalier (Guersent, 2017).

2- Protection des investisseurs minoritaires et performances des sociétés

Sur un plan plus micro, les institutions financières sont cruciales pour les entreprises (Demirgüç-Kunt & Maksimovic, 1998; Rajan & Zingales, 1998). Les institutions juridiques ont la possibilité d'influencer la productivité et donc la croissance à travers leur impact sur les incitations des agents privés (Murphy, Shleifer, & Vishny, 1991).

Une mauvaise protection des investisseurs les inciterait à consacrer une part de leurs ressources à protéger leurs droits de propriété plutôt qu'à la consacrer à des activités productives. En effet, cette mauvaise protection engendre des coûts plus élevés pour les investisseurs afin d'assurer la protection de leurs intérêts (frais juridiques pour la rédaction des contrats, coûts d'assurance, coûts juridiques consécutifs à l'application des contrats). Ainsi, Leuz et al. (2003) pensent que la gestion des bénéfices devrait diminuer dans la protection des investisseurs, car une forte protection limite la capacité des initiés à acquérir des avantages de contrôle privés, ce qui réduit leurs incitations à masquer la performance des entreprises. Leurs résultats concordent avec cette prédiction et suggèrent un lien endogène entre la gouvernance d'entreprise et la qualité des bénéfices déclarés.

Méon et Weill (2005) ont étudié la relation entre la gouvernance et l'efficacité technique macroéconomique sur un échantillon de 62 pays développés et en développement. Ils utilisent la méthode de Battese et Coelli (1995) au niveau agrégé. Ils constatent qu'une meilleure gouvernance, mesurée par six indices complémentaires consacrés chacun à une dimension différente de la gouvernance, est toujours associée à une plus grande efficacité.

Cependant, lorsque les variables de gouvernance sont testées les unes par rapport aux autres, ils observent que l'efficacité des gouvernants est l'aspect de la gouvernance qui affecte le plus l'efficacité globale. Certains auteurs ont effectué des études sur la relation entre la productivité totale des facteurs de production et la qualité des institutions, prenant ainsi notamment en compte la perception du système juridique qu'ont les investisseurs internationaux. Hall et Jones (1999), à partir de leurs études concluent par exemple à une relation positive entre qualité des institutions et productivité agrégée.

L'étude des échanges dans une économie en présence d'incertitude a conduit Arrow (1953) et Debreu (1959) à proposer la théorie des marchés contingents qui constitue un élément prépondérant du référentiel financier. Cette théorie est née d'une extension du modèle d'équilibre micro-économique traditionnel. Elle intègre l'incertitude, en postulant la possibilité de représenter les biens de façon contingente, autrement dit, en supposant que l'existence d'un bien dépend de la réalisation de certains événements.

On associe ainsi à un bien autant de formes contingentes qu'il y a analytique de référence, dans la mesure où il permet une répartition optimale des ressources dans l'économie. L'étude de l'évolution des cours boursiers révèle qu'ils suivent une promenade aléatoire ; en d'autres termes, les variations successives des cours sont indépendantes.

En conséquence, il est inutile de vouloir utiliser l'information contenue dans les cours passés pour tenter de prédire les cours futurs. Ce résultat s'explique par la concurrence intense que se livrent les investisseurs sur le marché financier. Les cours intègrent toute l'information disponible pour les investisseurs à un instant donné et ne peuvent évoluer qu'en fonction d'informations nouvelles.

Bien qu'il ait eu de nombreux précurseurs, Samuelson (1965) a été le premier à fournir une explication cohérente de l'hypothèse d'efficience, fondée sur la concurrence. L'efficience informationnelle des marchés peut être plus ou moins parfaite selon la nature de l'ensemble des informations considéré par les investisseurs. Dans un contexte de manque d'informations authentiques sur l'entreprise, les investisseurs sont moins protégés ; les réglementations consistant à contraindre les sociétés à publier un certain nombre d'informations sont de nature à protéger les investisseurs (Dewani, 1987; Easterbrook & Fischel, 1984).

Les états financiers figurant dans les rapports annuels accompagnés d'un certificat d'expert-comptable indépendant, l'élaboration des règles et réglementations d'intérêt public pour la protection des investisseurs, la nature et la portée de l'audit ainsi que les constatations et avis des comptables sont des moyens prévus pour protéger les investisseurs (Kohler, 1940). La protection des investisseurs, à son tour, conduit à un marché des capitaux robuste (Choi, 2000). L'hypothèse de l'asymétrie d'information caractérise « toute situation dans laquelle deux ou plusieurs individus doivent prendre des décisions importantes concernant un même événement, projet ou actif, mais ne disposent pas de la même quantité et qualité d'information sur cet événement, projet ou actif » (Beaudoin & St-Pierre, 1999). Les dirigeants de l'entreprise disposent, en effet, d'une information supérieure à celle détenue par les investisseurs, et cette information privée permet à ces dirigeants d'être les mieux à même de prévoir les flux futurs de l'entreprise (Biyamba, 2007). La qualité de la communication financière passe ainsi, par une réduction de ces asymétries d'informations entre l'entreprise et ses différents partenaires et une limitation du pouvoir informationnel de son dirigeant.

Le phénomène de cotation multiple a révélé les facteurs tels que le pays d'origine, le pays de destination, la protection des investisseurs dans les pays d'origines et de destination, les systèmes comptables etc. comme déterminants de la performance des entreprises cotées. Ces

facteurs sont également susceptibles d'intervenir lorsque plusieurs pays se mettent ensemble pour créer et animer ensemble un marché commun.

La cotation multiple est la cotation d'une entreprise sur le marché domestique doublée d'une cotation sur une ou plusieurs places financières étrangères (Michailescu, 1998). Elle permet aux entreprises qui prolongent leur activité à l'étranger une certaine publicité qui attire l'attention de la presse et qui tend à satisfaire les besoins des utilisateurs locaux.

Les entreprises ayant développé leurs activités à l'étranger peuvent faire le choix d'une cotation multiple qui leur permet non seulement d'accéder à un marché financier beaucoup plus large que la seule cotation domestique, mais également de conforter leur notoriété dans les pays de cotation (Oxibar, 2003). Dans ce sens, plusieurs auteurs tels que Meek et al. (1995) et Raffournier (1995) soutiennent que la cotation multiple figure parmi les facteurs susceptibles de motiver les dirigeants et à devenir plus ouverts en termes d'informations au marché.

Toutefois, même si la cotation multiple influence positivement la qualité de la communication financière, elle engendre des coûts pour l'entreprise en termes de diffusion d'informations relatifs à l'adaptation des systèmes d'information et à la modification des standards d'audit. Ces coûts incitent l'entreprise à choisir parmi les places financières étrangères celles où la qualité de l'information est inférieure à ce qu'elle offre déjà (Biddle et Saudagaran, 1989, 1991). Il faut noter que dans le cadre d'un marché boursier régional, comme celui des pays de l'UEMOA, les facteurs liés au pays d'origine peuvent influencer la performance des entreprises qui y sont cotées.

Contrairement à d'autres types de signaux pouvant émaner de l'entreprise elle-même ou par l'intermédiaire d'affiliations de tiers, le pays d'origine d'une entreprise cotée à l'étranger représente un signal extra-organisationnel unique. Les investisseurs potentiels peuvent faire référence à des indices liés au pays pour juger de la performance des entreprises étrangères qui tentent de faire des émissions d'actions (Filatotchev et al., 2012).

Conformément à la perspective de la signalisation, les entreprises des pays ayant un environnement juridique « douteux » peuvent stimuler les soupçons des investisseurs potentiels sur la sécurité et la sûreté de leurs investissements. Par conséquent, les questions entourant le pays d'origine d'une entreprise peuvent contribuer à renforcer les incertitudes des investisseurs concernant la sécurité de leurs investissements.

Des auteurs financiers ont, depuis longtemps souligné les avantages que la diversification transfrontalière peut apporter aux portefeuilles d'actions (Eldor et al., 1988; Fauver, Houston, & Naranjo, 2003; Grauer & Hakansson, 1987; Grubel, 1968; Levy & Sarnat, 1970; Li & Yue, 2008; Santis & Gerard, 1997; Solnik, 1974). Mais, malgré les avantages de la multiple cotation,

des chercheurs ont également montré que les investisseurs n'utilisent pas toujours de telles opportunités de diversification internationale ; ils préfèrent parfois les actions nationales. Ce phénomène est connu sous le nom de « home bias ou biais domestique » (Obstfeld & Rogoff, 2000; Tesar & Werner, 1995; Warner et al., 1988).

Ces facteurs de diversification sont aussi valables d'une union monétaire à une autre, pourvu que les organes de régulation du marché mettent les conditions en place (Périer, 1995). La Porta et al. (1998) supposent que les actionnaires sont mieux protégés lorsque certaines normes sont assurées par le droit des sociétés, contenant :

- La procuration par courrier,
- Le non-blocage des actions avant l'assemblée,
- Le vote cumulatif ou la représentation proportionnelle pour désigner les membres du conseil d'administration,
- La protection des minorités opprimées,
- Le droit de préemption aux nouvelles émissions, et
- Un pourcentage relativement faible des actionnaires requis pour convoquer une assemblée extraordinaire.

La Porta et al. (1999, 1998) ont observé que les activités de financement étaient sensiblement réduites dans les pays où les systèmes de protection des investisseurs étaient faibles. La recherche menée par Lins et al. (2005), ainsi que celle de Reese et Weisbach (2002) montrent qu'une protection plus faible des actionnaires sur un marché intérieur peut être une des raisons pour lesquelles un certain nombre d'entreprises ont choisi de coter leurs actions à la fois sur leur bourse locale et sur les bourses étrangères. En raison de l'incertitude entourant une introduction en bourse étrangère, la force du contexte juridique d'un pays d'origine peut avoir une incidence importante sur le succès des entreprises lors de l'introduction en bourse.

La cotation en Bourse semble favoriser l'internationalisation des entreprises, par conséquent, elle peut avoir un effet propulseur sur l'entrepreneuriat international mesuré par l'innovation, l'internationalisation et la création de valeur (Fadil, 2016). Ceci est d'autant plus vrai que cette conduite stratégique portée sur l'ouverture internationale serait positivement corrélée avec la variation des indicateurs de création de valeur des entreprises cotées, selon certains auteurs (Filatotchev & Piesse, 2009; Sapienza et al., 2006).

Les deux principaux piliers de la définition de l'entrepreneuriat international semblent ainsi être réunis dans le contexte de cotation : l'internationalisation est privilégiée et sa contribution à la création de valeur est positive. En ce qui concerne la dimension « prise de risque » propre au comportement entrepreneurial, l'ouverture du capital à l'épargne publique et la mise sous les «

feux des projecteurs » sont un comportement risqué en soi (Aslan & Kumar, 2011; Brau & Fawcett, 2006). Il faut rappeler que les nouveaux actionnaires, du fait de la diversification du risque de leur portefeuille, sont exigeants au niveau de la rentabilité de leur placement et récompensent positivement les comportements risqués dès lors qu'ils sont créateurs de valeur. Enfin, par rapport à la dimension « innovation », une étude récente de Fadil (2012) démontre que les investissements en R&D ne sont pas privilégiés à court terme dans un contexte de cotation, du fait de l'engagement financier que cela génère et du délai du retour sur investissement.

Les conditions de financement sont plus exigeantes. L'augmentation de l'asymétrie informationnelle et le risque de sélection adverse pèsent plus lourdement sur les sociétés (Vanacker & Manigart, 2010), surtout dans un contexte international (Al-Shammari et al., 2013; Benkraiem & Miloudi, 2014; LiPuma, 2012). Les dirigeants eux-mêmes restent encore plus attachés au contrôle de la propriété et à l'autonomie décisionnelle, lorsque le recours au financement externe est contraignant.

La présence en Bourse, avec ses avantages notamment financiers, dans un contexte hors crise, peut apporter une solution. Bien évidemment, du fait de l'hétérogénéité des entreprises, sa contribution à l'internationalisation n'est pas la même d'une entreprise à une autre, d'un secteur à un autre et d'une année à une autre. En faisant une comparaison dans le cadre des introductions en bourse, le pays d'origine d'une société cotée à l'étranger représente un signal extra-organisationnel unique (Moore et al., 2010). En effet, les chercheurs ont récemment reconnu le rôle joué par les signaux du pays d'origine dans le succès des entreprises à l'introduction en bourse (Bell et al., 2008).

Ainsi, le degré auquel une entreprise étrangère est considérée comme légitime par l'environnement institutionnel du pays d'accueil constitue un prédicteur particulièrement important de la performance du titre coté (Deeds et al., 1997). En plus de leur signal extra-organisationnel de pays d'origine, les offices de propriété intellectuelle étrangers doivent également gérer stratégiquement les questions liées à l'environnement institutionnel du marché des capitaux où ils choisissent de faire leur introduction. Cette étude se veut faire une comparaison entre la performance des entreprises cotées sur la BRVM et son origine. Elle se différencie des études antérieures dans la mesure où ces dernières ne sont pas conduites sur un marché régional regroupant plusieurs pays, comme c'est le cas avec la BRVM.

3- Gouvernance des transactions avec les dirigeants et performance

Après la répartition de la valeur créée entre toutes les parties prenantes, la partie non distribuée qui représente le « *slack* managérial ». ⁹ L'arbitrage entre les différentes composantes du patrimoine du dirigeant détermine son attitude vis-à-vis de l'appropriation de ce *slack* managérial. Dans une perspective dynamique, le dirigeant a rarement intérêt à s'approprier la totalité du *slack*, composante importante de la latitude discrétionnaire.

La théorie du gouvernement des entreprises est également une théorie du pouvoir discrétionnaire managérial, c'est-à-dire de la latitude dont disposent les dirigeants pour gérer les différents contrats. La notion de latitude managériale dépasse cependant la seule dimension opportuniste, élément essentiel de la théorie des coûts de transaction. Si la latitude managériale peut conduire les dirigeants à faire prévaloir leurs propres objectifs au détriment de ceux des actionnaires (ou de l'ensemble des composantes de la firme), elle peut également être une condition nécessaire à la création de valeur, en élargissant l'espace des choix des dirigeants et en accroissant leur motivation, l'extension du pouvoir présentant un caractère incitatif évident (Charreaux, 2015).

En particulier, c'est le réinvestissement du *slack* qui permettra de faire croître éventuellement la rémunération des autres parties prenantes pour renforcer la solidité et la productivité de la coalition organisationnelle et consolider ainsi sa position. Un partage de la valeur qui apparaîtrait explicitement trop favorable au dirigeant, et en totale déconnexion avec l'évolution des rémunérations des actionnaires ou des salariés, pourrait, en outre, provoquer des conflits importants et entraîner une baisse de la valeur partenariale, par exemple, par une désincitation des salariés.

En ce sens, l'alignement avec les seuls intérêts des actionnaires n'est pas l'unique préoccupation. À ce titre, les mécanismes régulateurs (qui relèvent du système de Gouvernance d'Entreprise) constitués par le caractère progressif de la fiscalité et les campagnes de presse, qui soulignent le caractère « abusif » de certaines rémunérations, peuvent se justifier du point de vue de l'efficacité globale en permettant de réduire les conflits au sein de l'organisation. Ce même souci justifie le secret caractérisant les rémunérations des dirigeants qui réduit les coûts d'influence.

Le dirigeant est chargé de contrôler la performance des autres membres composant la firme. Son contrôle est censé être assuré par un certain nombre de mécanismes disciplinaires comme la concurrence sur les marchés des différents facteurs, le statut de créancier résiduel, le marché

⁹ Voir Gérard CHARREAUX et Philippe DESBRIÈRES, Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre-valeur actionnariale, *Finance Contrôle Stratégie – Volume 1, N° 2, juin 1998, p. 57 – 88.*

des dirigeants, la menace de licenciement, etc. Mais le dirigeant occupe une part très réduite dans cette discussion, ses objectifs et ses possibilités d'action ne sont jamais évoqués (Alchian & Demsetz, 1972). Jensen et Meckling (1976), les fondateurs de la théorie positive de l'agence, accordent également peu d'attention au dirigeant. Ce dernier est censé maximiser une fonction d'utilité dont les arguments sont la richesse et les avantages non pécuniaires liés à l'exercice de la fonction managériale. Le contrôle du comportement du dirigeant, au moyen des différents systèmes disciplinaires, est étudié en supposant un rôle passif du dirigeant ; celui-ci ne joue à la rigueur un rôle actif qu'en proposant des systèmes d'auto-contrôle destinés à le dédouaner, par exemple en mettant en place un système d'audit interne.

Le statut du dirigeant peut être comparé à l'analyse proposée par Fama (1980), qui s'applique exclusivement aux dirigeants des entreprises managériales, au sein desquelles les dirigeants ne détiennent qu'une part non significative du capital. Le dirigeant n'est qu'un facteur de production particulier contrôlé principalement par le marché des dirigeants. Williamson (1985) va introduire le management au cœur du débat après s'être étonné que ce management, élément central du nœud de contrats, soit curieusement absent des débats sur le gouvernement des entreprises. Son analyse de la relation contractuelle qui lie la firme aux dirigeants repose principalement sur la spécificité de l'actif représenté par le capital humain des dirigeants. Baysinger et Hoskisson (1990) développent une théorie et des propositions concernant :

- (a) la relation entre la propriété, le contrôle de gestion et la composition des conseils d'administration ;
- (b) la relation entre la composition des conseils et les stratégies de contrôle (contrôles stratégiques et contrôles financiers); et,
- (c) la relation entre le choix du contrôle, la stratégie d'entreprise et le choix stratégique. Le niveau d'implication du conseil d'administration dans les décisions stratégiques peut être considéré comme une réponse institutionnelle ou comme une adaptation stratégique aux pressions externes pour une plus grande implication du conseil. Judge et Zeithaml (1992) ont examiné les antécédents et les effets de la participation des conseils d'administration à la fois du point de vue des choix institutionnels et stratégiques.

Les données obtenues d'entrevues personnelles auprès de 114 membres du conseil et de documents d'archives ont indiqué que la taille du conseil et les niveaux de diversification et de représentation interne étaient négativement liés à la participation au conseil et que l'âge organisationnel y était positivement associé. De plus, les auteurs constatent que l'implication du conseil d'administration était positivement liée à la performance financière après prise en compte des effets de l'industrie et de la taille. Dans l'ensemble, les résultats suggèrent que les

deux perspectives théoriques (institutionnelle et stratégique) sont nécessaires pour une description complète du rôle stratégique des conseils.

Pour Charreaux (2015), plusieurs perspectives théoriques peuvent relayer les approches initiales pour construire la théorie du gouvernement d'entreprise, notamment en faisant appel à la notion de latitude discrétionnaire des dirigeants, qui semble centrale. Si les théories de l'enracinement, de la réputation managériale, voire de la dépendance envers les ressources suggèrent des pistes productives pour expliquer le comportement des dirigeants, il semble qu'elles n'apportent que des matériaux très fragmentaires pour construire une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises. Pour cet auteur la piste qui apparaît la plus prometteuse, par son caractère très général et ses fondements théoriques, semble être celle de la théorie du changement institutionnel proposée par North.

En particulier, le rôle qu'elle attribue aux construits mentaux et la possibilité qu'elle offre d'« endogénéiser » l'explication des changements institutionnels, domaine particulier du gouvernement des entreprises, permettent, en élargissant très significativement la théorie des coûts de transaction sous sa forme traditionnelle (au sens de Williamson), de proposer des explications du fonctionnement et de l'évolution des systèmes de gouvernement des entreprises plus convaincantes que celles qui prévalent actuellement. Cette théorie, fondée explicitement sur la rationalité procédurale et faisant appel aux notions de modèles mentaux et d'institutions, présente en outre l'avantage de rapprocher les paradigmes économiques et sociologiques, traditionnellement opposés dans l'étude des organisations.

En effet, la théorie du changement institutionnel et organisationnel proposée par North (1993) qui constitue une théorie des coûts de transaction élargie, peut permettre d'expliquer l'évolution des systèmes de gouvernement des entreprises. North énonce cinq (5) propositions pour soutenir son argumentaire. Il s'agit de :

- L'interaction continue entre les institutions et les organisations dans le cadre économique de la rareté et par suite, de la compétition, est la clé du changement institutionnel.
- La compétition oblige les organisations à investir en permanence dans l'acquisition de compétences et de savoirs pour survivre. La nature des compétences et des savoirs acquis par les individus et leurs organisations fait évoluer les perceptions en matière d'opportunités et donc les choix, ce qui entraîne une modification progressive des institutions.

- Les types de compétences et de savoirs dont l'acquisition est perçue comme la plus rentable, dépendent du cadre institutionnel (notamment, de la structure incitative, qui lui est inhérente).
- Les perceptions dépendent des construits (ou modèles) mentaux des joueurs.
- Les économies de champ, les synergies et les externalités liées aux réseaux, associées à une matrice institutionnelle, font que le changement institutionnel survient presque toujours de façon progressive (sans rupture brutale) et dépend fortement des changements antérieurs (*path dependent*).

L'évolution du cadre institutionnel relatif au gouvernement des entreprises peut ainsi s'expliquer par les efforts déployés par les « entrepreneurs », dirigeants d'entreprises ou représentants des différents *stakeholders* (actionnaires, salariés, pouvoirs publics...), pour faire évoluer en leur faveur les règles du jeu, qu'elles présentent un caractère formel ou non. Appliquée à un aspect particulier du système de gouvernement, tel que le conseil d'administration, cette conception du changement institutionnel conduit à proposer une analyse différente de celles qui prévalent traditionnellement. Dans ces dernières, l'évolution du conseil d'administration, par exemple, l'adjonction d'administrateurs externes indépendants représente un moyen de minimiser les coûts d'agence et correspond par conséquent à un gain de performance (Charreaux, 2015).

Pour Charreaux et Desbrières (1998) un marché actif des dirigeants, qui serait fondé sur la performance financière réalisée pourrait être contraire à l'efficacité globale en accentuant le risque de court terme. Parallèlement, ils essayent de trouver des arguments pour défendre les marchés des dirigeants qui accordent plus d'importance aux réseaux sociaux qu'à la performance financière, pour autant que ce type de système, en protégeant relativement les dirigeants, réduise leur incitation à court terme. Un tel argument peut être à même de justifier le résultat de certaines études empiriques françaises (Pigé, 1996) qui ne trouvent aucun lien entre la performance financière et l'origine des dirigeants et dont les conclusions vont à l'encontre des critiques fréquentes adressées au mode de recrutement des dirigeants des firmes françaises (Bauer & Bertin-Mouro, 1995, 1997). On peut d'ailleurs supposer que la forte imbrication des dirigeants au sein de certains réseaux sociaux, constitutive de capital social, peut constituer une source d'avantages compétitifs.

4- Gouvernance des transactions avec les salariés et performance des sociétés

Les conflits opposant dirigeants et salariés proviennent fondamentalement du caractère incomplet des contrats (Caby & Hirigoyen, 2001; Desbrières, 2002) et de la tendance de chacun à privilégier son propre intérêt. Le capital humain spécifique encourt un risque semblable à celui encouru par les actionnaires. Les salariés ne peuvent pas diversifier ce risque, car ce capital spécifique perd de sa valeur en sortant de l'entreprise. Ils deviennent donc des créanciers résiduels.

Comme le souligne Coff (1997), les salariés constituent des actifs difficilement transférables en raison de leur spécificité, de leur imbrication dans les systèmes sociaux tant internes qu'externes à l'entreprise et de la causalité ambiguë (au sens où elle est difficile à établir précisément) qu'ils entretiennent avec la performance. La relation d'agence existant entre la firme et les salariés pose deux problèmes. D'une part, les salariés doivent être à même de préserver et d'accroître leur capital humain. D'autre part, la firme doit maintenir son avantage compétitif ainsi que la valeur du capital humain spécifique qu'elle a contribué à créer.

Morris et al. (2017) ont développé la théorie sur les investissements, les signaux du marché, et l'appropriation de la valeur. Ensuite, ils ont examiné les implications pour la gestion des ressources humaines et plusieurs questions importantes dans le domaine de la gestion stratégique, y compris les théories de l'entreprise et les micro-fonds d'avantage concurrentiel et suggèrent que ces éléments sont en lien avec la valeur de l'entreprise. Au cours de la crise financière de 2008-2009, les entreprises à capital social élevé, mesurées selon l'intensité de la responsabilité sociale des entreprises (RSE), affichaient des rendements boursiers supérieurs de quatre à sept points de pourcentage à ceux des sociétés à faible capital social.

Les entreprises à haut rendement ont également affiché une rentabilité, une croissance et des ventes par employé supérieures à celles des entreprises à faible RSE, et elles ont accru leur endettement. Cette évidence suggère que la confiance entre l'entreprise et ses parties prenantes et les investisseurs, construite à travers des investissements dans le capital social, est payante lorsque le niveau global de confiance dans les entreprises et les marchés subit un choc négatif (Lins et al., 2017).

Différents mécanismes permettent un alignement des intérêts des salariés et de la firme, en particulier les systèmes de participation financière et décisionnelle et les cultures organisationnelles fortes (Charreaux & Desbrières, 1998). Chrisman, et al. (2018) suggèrent que bien que les mécanismes de gouvernance formelle au sein des entreprises familiales aient des caractéristiques uniques, les mécanismes de gouvernance informelle peuvent être tout aussi importants et les mécanismes externes, formels et informels, peuvent également influencer

profondément le comportement et la performance des entreprises familiales. Pour limiter les sources de conflits, pouvant engendrer une diminution de productivité et de performance, et assurer la convergence des intérêts, des mécanismes de gouvernance comme l'actionnariat salarié peuvent être utilisés (Khaldi, 2016).

Long (1980), Desbrières (1991, 2002) et Gamble et al. (2002) avaient déjà indiqué des liens positifs entre les aspects de l'actionnariat salarié et de la satisfaction ESOP (*employee stock ownership plan*), de la satisfaction au travail et de la participation à l'emploi qui sont satisfaisants d'un point de vue instrumental et extrinsèque. Ils estiment que l'actionnariat salarié permet de réduire les coûts d'agence en alignant les intérêts des salariés sur ceux des actionnaires.

L'actionnariat salarié est un moyen de satisfaire les attentes des salariés en leur apportant un complément de rémunération, tout en les impliquant dans la gestion de leur entreprise ; il est également présenté comme une réponse aux attentes des entreprises, en permettant de mieux intégrer le salarié-actionnaire à la vie de son organisation et à son développement. En présence d'une gouvernance efficace (représentation aux instances, actionnariat salarié, etc.), le risque d'une rupture abusive du contrat de travail est réduit. Le salarié sera alors prêt à signer un contrat de travail avec une rémunération immédiate moindre, donc une appropriation de valeur plus limitée.

5- Gouvernance des transactions avec les créanciers financiers et performance des sociétés

Becher et al. (2017) estiment que les créanciers et les détenteurs d'actions partagent des préférences congruentes pour limiter l'activité motivée par des conflits d'agences de gestion. En effet, ces auteurs ont examiné l'impact des droits de contrôle des créanciers sur les acquisitions d'entreprises, en utilisant les violations des clauses restrictives comme un indicateur d'un contrôle accru des créanciers. Ils montrent que les contrats de crédit privés imposent fréquemment des restrictions sur les décisions d'acquisition des emprunteurs.

A la suite d'une violation de l'engagement, les créanciers utilisent leur pouvoir de négociation pour resserrer ces restrictions et limiter les activités d'acquisition, en particulier les opérations qui devraient générer des rendements d'annonce négatifs importants. Les entreprises qui annoncent une acquisition en violation d'un covenant gagnent 1,8% de rendement supérieur en moyenne, avec un effet concentré parmi les entreprises ayant une gouvernance d'équité faible.

Les créanciers financiers cherchent à s'approprier plus de valeur partenariale en exigeant un taux d'intérêt ajusté en fonction du risque.

Dans le cas où la situation de la firme est risquée, ils peuvent influencer le dirigeant et le conseil d'administration en brandissant la menace de l'arrêt des financements. En s'appuyant sur l'efficacité présumée d'une gouvernance efficace, les créanciers financiers peuvent maîtriser le risque d'agence, et par conséquent devraient être prêts à contracter à un coût d'opportunité moindre. Le prêteur investit du capital financier, en général sur un horizon assez long (prêt à long et moyen terme) ; il sera sensible à une gouvernance efficace, car cela développera sa confiance dans l'organisation et limitera le risque de comportement opportuniste des dirigeants/actionnaires. Le prêteur acceptera de contracter moyennant une rémunération (taux d'intérêt) moindre.

Le fait que les créanciers financiers ne soient pas intéressés (ou très faiblement) au partage de la valeur créée, leur principale préoccupation est de s'assurer que la valeur créée suffit à garantir la récupération des sommes prêtées et leur rémunération. La littérature normative (Diamond, 1984) comme le soulignent Charreaux et Desbrières (1998) tend à montrer que la gestion de la relation d'endettement est plus performante lorsqu'elle est intermédiée, cependant cette efficacité reste à apprécier en fonction du cadre légal qui régleme les procédures en cas de défaillance. La dette améliore la prise de décision des managers (Maloney et al., 1993).

Il faut cependant faire une distinction entre dette de long terme et dette de court terme, puisque le comportement du dirigeant peut être différent en fonction de la maturité de la dette détenue. En effet, il a été démontré que la détention de la dette de court terme, dans les pays où la réglementation est faible, peut inciter les managers à manipuler les états financiers afin de retarder la reconnaissance de mauvaises nouvelles (Gupta et al., 2008).

Renneboog et al. (2017) montrent que les différences de protection contre les créanciers au niveau des pays affectent la performance des obligations autour des annonces de fusions et acquisitions transfrontalières. A l'aide d'Eurobonds et d'un échantillon global de 1 100 fusions et acquisitions transfrontalières, ils constatent que les détenteurs d'obligations réagissent plus positivement aux transactions qui exposent leur entreprise à une juridiction dotée de droits créanciers plus solides et d'une application plus efficace des procédures judiciaires. Les retombées positives de la protection contre les créanciers sont renforcées par la coopération juridictionnelle mondiale actuelle en matière d'insolvabilité des multinationales et la capacité des créanciers à faire de l'arbitrage en cas d'insolvabilité.

Les institutions juridiques et réglementaires au niveau des pays facilitent la propriété étrangère, les administrateurs étrangers, la mobilisation de capitaux financiers externes et les activités

internationales de fusions et acquisitions. L'interaction entre l'impact de la propriété étrangère et des administrateurs étrangers sur la gouvernance et la performance des entreprises dépend des différences internationales dans les institutions formelles/réglementaires. En plus des conditions légales, les institutions informelles telles que les relations politiques façonnent également la valeur économique de la propriété étrangère et des directeurs étrangers (Cumming et al. 2017).

Dans l'ensemble, les travaux dans ce domaine continuent de souligner l'importance des institutions, de l'environnement juridique et de la culture dans tous les aspects des entreprises mondiales (Filatotchev et al., 2018). Lahmini et Ibenrissoul (2015) déduisent de leur étude sur l'Impact de la décision de financement sur la performance de l'entreprise marocaine que les choix des modes de financement ont une influence significative sur la performance de l'entreprise, mais diffère en fonction de l'indicateur de performance retenu.

En effet, la dette de long terme impacte négativement la performance, la dette de court terme et l'autofinancement ont à contrario une influence positive sur la performance de l'entreprise. Le financement par la dette est plus qu'utile pour la gestion des conflits d'intérêts (Jensen & Meckling, 1976) entre dirigeants et actionnaires. La théorie d'agence stipule que sans dette contractée, les dirigeants pourraient prendre des décisions qui serviraient leurs propres intérêts au détriment de ceux des actionnaires.

Cependant, en levant de la dette, ils sont obligés d'optimiser les décisions d'investissement qu'ils entreprennent afin de pouvoir honorer leurs engagements à temps. L'atténuation des conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires passe donc par la réduction du cash-flow disponible grâce au service de la dette, mais aussi par les craintes du dirigeant relatives à sa réputation qui sera ternie en cas de faillite. D'autre part, l'endettement permet aux actionnaires de référence d'augmenter leur pouvoir économique en minimisant la dilution de leur participation au capital et de réduire le contrôle et la discipline imposés par le marché.

6- Gouvernance des transactions commerciales et performance des sociétés

L'examen de la chaîne de valeur montre qu'au-delà des apporteurs de capitaux financiers et de capital humain, une part importante de la création et du partage de la valeur est liée aux relations qu'entretient la firme avec les fournisseurs de biens et services, ainsi qu'avec les clients.

Liu et al. (2018) constatent qu'une concurrence (*Product Market Competition*) plus élevée est associée à une performance plus faible de l'entreprise. Les auteurs constatent que de bonnes pratiques en matière de gouvernance d'entreprise atténuent l'effet négatif d'une concurrence plus élevée sur la performance des entreprises. L'importance des clients pour la firme

s'explique par le fait qu'ils mesurent en permanence la qualité des produits et services qu'ils achètent et évaluent régulièrement la situation concurrentielle.

Ils sont donc moteurs dans le développement d'offres innovantes. Les clients vont chercher à s'approprier une partie de la valeur partenariale. En se prononçant sur la qualité des offres, les clients participent de manière directe et immédiate à l'allocation des ressources pour maintenir ou développer un niveau de qualité perçue. Ils mesurent, par leur attitude au quotidien, la performance concurrentielle des produits et des services de la firme. Cette appropriation peut permettre d'établir une relation partenariale de long terme favorable à la création de valeur.

A cet égard, la relation firme-client présente un caractère similaire à celle qui régit les rapports entre le salarié et la firme ; elle s'en sépare cependant dans la mesure où le capital engagé dans la relation est différent et où elle s'inscrit dans un cadre marchand et non dans un cadre hiérarchique. Au sens large, l'environnement des relations firme-client participe également du système de gouvernance d'entreprise. Il y a conflit d'intérêts (ou plutôt non-convergence totale) entre les deux parties et les mécanismes chargés de régir ces conflits contraignent l'espace discrétionnaire des dirigeants (Charreaux & Desbrières, 1998).

Les clients vont indiquer, par leurs préférences, les dimensions de l'offre qui leur paraissent les plus attractives par rapport à leurs besoins. Les dimensions de l'offre qui n'ont pas de valeur pour les clients pourront être éliminées. Mais les clients vont chercher à réduire le risque, en sélectionnant les produits qui dégagent le plus de valeur et en contractant au prix le plus juste pour un niveau de risque donné. L'appropriation finale de la valeur par les partenaires commerciaux dépend des relations contractuelles qui marquent la chaîne de valeur. Au niveau des relations commerciales (clients/fournisseurs), la relation contractuelle diffère des salariés et des apporteurs des capitaux sur deux plans (Khaldi, 2016).

- Elle est, généralement, sur un horizon temporel plus court, ou en tout cas plus facilement dénonçable ;
- L'investissement de la partie prenante est moins significatif, en particulier au niveau des clients ; le fournisseur peut cependant avoir beaucoup investi si c'est un sous-traitant, par exemple.

En conséquence, le rôle de la gouvernance comme mécanisme réducteur de risque est moins évident. Cependant, les clients et les fournisseurs, au lieu d'avoir avec la firme une relation purement transactionnelle fondée sur une logique où les échanges d'informations sont réduits au minimum, peuvent parvenir à instaurer un modèle relationnel, fondé sur des échanges d'informations entraînant une réduction de l'incertitude et la construction d'une relation de confiance. Ces parties prenantes vont alors travailler en partenariat avec la firme.

La prise de participation, croisée ou non, accompagnée ou non d'un siège au CA (ou d'échanges d'administrateurs), constitue au-delà des accords commerciaux ou de partenariat, un mode de gestion particulier de ce type de relations. Cette situation fréquente permet, par un meilleur accès à l'information, de mieux contrôler la valeur créée et son partage. Dans ce contexte, l'analyse de la relation actionnaires/firme ne peut se faire indépendamment de la relation commerciale ou industrielle, or ce type de relations, dans les approches traditionnelles n'est jamais analysé en tant que tel ; le rôle des actionnaires (à l'exception des banques) est perçu comme se limitant à un apport de capital financier.

Mais il peut y avoir des bénéfices indirects, si l'on considère qu'une gouvernance efficace permet de réduire l'opportunisme des dirigeants et/ou des actionnaires au détriment des autres parties prenantes (Charreaux & Desbrières, 1998; Khaldi, 2016). Au-delà des relations particulières, l'intérêt d'un dirigeant peut être de favoriser un partage de la valeur favorable à la pérennité d'une relation commerciale et porteuse d'un développement potentiel, plutôt que de redistribuer la valeur créée aux actionnaires, d'autant plus que cette relation peut contribuer à mieux l'enraciner si elle a un caractère idiosyncratique.

Ainsi, si la poursuite d'une relation commerciale nécessaire à la pérennité de la firme comme le notent (Charreaux & Desbrières, 1998), est liée à la personnalité-même du dirigeant, il est vraisemblable que les actionnaires hésiteront à s'en séparer même s'ils jugent que la part de la valeur créée qui leur revient, est insuffisante. Cet aspect de l'enracinement des dirigeants est rarement évoqué, alors qu'il est probablement plus répandu, car plus facile à mettre en œuvre, que l'accroissement du caractère spécifique des actifs acquis, sauf à associer à la notion de relation commerciale idiosyncratique, celle de fonds de commerce spécifique au dirigeant.

SECTION 2 : Lien entre Business Model, marchés boursiers et Performances

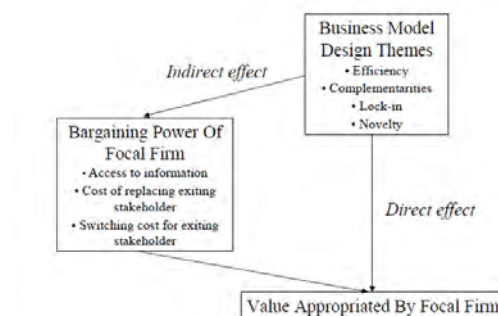
La théorie de la contingence fournit actuellement un cadre majeur pour la conception organisationnelle. Il y a cependant plusieurs défis majeurs à relever. La théorie de la contingence est dite statique. Cependant, la formulation de l'adaptation structurelle, avec l'approche cartésienne à l'ajustement, fournit une théorie du changement organisationnel (Donaldson, 2006). Zott et Amit (2008) suggèrent que le Business Model et la stratégie sont des compléments et non des substituts. Cette section est consacrée à l'effet du Business Model sur la performance des sociétés en mettant en évidence le contexte de cotation en bourse.

I- Business Model et Performances

Le Business Model est multidimensionnel et son lien avec la performance des entreprises. Les composantes du BM et leurs relations avec les dimensions organisationnelle, commerciale et financière traditionnelles d'une entreprise sont mises en relation avec la performance. Ancrée dans la théorie stratégique du réseau et dans la théorie de la conception organisationnelle, Zott et Amit (2002) ont développé des hypothèses sur les implications de performance de la conception du Business Model.

Un ensemble de données unique et détaillé contenant des données financières ainsi que des informations rares sur les thèmes de conception des modèles d'affaires a été développé pour tester empiriquement ces hypothèses. Les analyses empiriques de ces auteurs corroborent la prémisse fondamentale que dans un monde fortement interconnecté engendré par les progrès des technologies de l'information, il faut regarder au-delà des frontières des entreprises pour évaluer la création de valeur par toutes les parties prenantes dans un Business Model. Le processus par lequel le Business Model influence, par le biais de certaines parties prenantes influencent la performance des entreprises est représenté dans la figure suivante :

Figure 7 : Business Model et création de valeur



Source : (Zott & Amit, 2002, p. 43)

Pati et al. (2018) ont examiné la relation entre le Business Model (BM) et la performance puis les effets modérateurs de l'âge de l'entreprise et de l'environnement externe sur cette relation. Plus précisément, ces auteurs ont considéré les effets du Business Model orienté innovation et du Business Model orienté efficience sur la performance des entreprises puis l'effet éventuel de l'âge de l'entreprise sur cette relation.

Sur la base des données de 241 PME indiennes, les résultats ont mis en évidence que le Business Model orienté innovation présentait un plus grand avantage pour les PME plus jeunes par rapport aux PME matures, tandis que le Business Model orienté efficience était plus avantageuse pour les PME matures. Le dynamisme environnemental a modéré positivement la relation entre BM orienté innovation et la performance, mais il a modéré négativement la relation entre BM orienté efficience et la performance.

Les auteurs ont également constaté que le Business Model orienté efficience est plus bénéfique dans un environnement peu favorable, mais trouvent que la munificence environnementale n'a pas modéré la relation entre Business Model orienté innovation et performance des PME. Enfin, ils constatent que le déploiement simultané de la nouveauté BM et de l'efficacité BM a entraîné une amélioration de la performance des PME matures par rapport aux PME plus jeunes.

1- Business Model orienté innovation et performances

Au cœur de l'esprit d'entreprise et de la conception de nouveaux design organisationnels, se trouve l'acte d'innovation, qui peut être défini comme « *l'utilisation des ressources existantes d'une manière différente, en faisant de nouvelles choses avec ces ressources ou non* » ((Schumpeter, 1934, p. 68). Par exemple, une entreprise pourrait utiliser l'Internet pour reconfigurer la manière dont ses propres compétences sont liées à celles de ses clients (Von et al., 2002).

L'essence de la conception du *Business Model* centré sur l'innovation est la conceptualisation et l'adoption de nouvelles façons de mener des échanges économiques, applicables, par exemple, en reliant des parties jusqu'alors inconnues, en reliant les participants aux transactions de nouvelles façons ou en concevant de nouveaux mécanismes de transaction. L'innovation en termes de *Business Model* peut compléter l'innovation produit et de services, procédés, la distribution ou la commercialisation et les marchés (Schumpeter, 1934).

Un nouveau *Business Model* crée soit un nouveau marché ou innove en termes de transactions sur les marchés existants. Le *Business Model* peut servir non seulement à exploiter une opportunité de création de richesse, mais sa conception peut faire partie du processus de

développement de l'opportunité en soi. L'entrepreneur comme concepteur peut cocréer des opportunités, par exemple, en s'appuyant sur les nouvelles technologies de l'information et de la communication pour relier les marchés des facteurs et des produits de nouvelles façons (Zott & Amit, 2007).

L'innovation en termes de *Business Model* peut donner lieu à des opportunités dans le domaine de locations (Rumelt, 1987). Les résultats de cet auteur montrent que la conception du *Business Model* centré innovation sur la performance des entreprises, les loyers des entrepreneurs peuvent s'accumuler pour toutes les parties prenantes dans le *Business Model*.

Malgré le fait que la recherche sur les Business Model est un domaine assez en science de gestion (Baden-Fuller & Morgan, 2010; Zott et al., 2011), un large discours sur l'innovation du *Business Model* a évolué au cours de la dernière décennie (Chesbrough, 2007, 2010; Chesbrough & Rosenbloom, 2002; Demil & Lecocq, 2010; Johnson, 2010; Johnson et al., 2008; Mitchell & Coles, 2003; Mitchell & Coles, 2004b, 2004a; Teece, 2010; Zott et al., 2011). Selon la revue de la littérature menée par Zott et al. (2011), il existe un consensus sur certains aspects fondamentaux de la recherche sur l'innovation du *Business Model*. Les chercheurs semblent s'accorder sur le fait que le *Business Model* n'est pas seulement un facilitateur des innovations technologiques et organisationnelles, mais peut devenir lui-même sujet à l'innovation stratégique afin de partager et d'exploiter des ressources telles que les connaissances, les compétences managériales et entrepreneuriales ou de reconfigurer la chaîne de valeur ou le réseau de valeur sous-jacente (Schweizer, 2005; Wirtz, 2004).

De ce point de vue, le *Business Model* est un atout stratégique pour améliorer la performance de l'entreprise (Afuah, 2004; Chesbrough, 2007; Hamel & Ruben, 2000; Magretta, 2002), et, plus fondamentalement, un programme de leadership sur la gestion stratégique du *Business Model* et l'innovation (Chesbrough, 2010; Doz & Kosonen, 2010; Smith, Vo's s, & Grin, 2010). Cependant, le discours actuel ignore largement les questions de durabilité des entreprises ; les exceptions sont par exemple Johnson et Suskewicz (2009) en ce qui concerne les éco-innovations et Yunus et al. (2010) ; en ce qui concerne l'entrepreneuriat social. L'effet de levier stratégique de l'innovation du Business Model augmente l'efficacité des stratégies d'entreprise. La durabilité de l'entreprise est souvent décrite comme une situation où le succès économique augmente tout en prenant soin de la préservation des questions environnementales et sociales (Schaltegger et al., 2012).

2- Business Model orienté efficience et performances

La capacité à développer des Business Models innovants est devenue la pierre angulaire de la compétitivité de nombreuses entreprises prospères (Gassmann et al., 2017). Une autre façon pour les entrepreneurs de créer de la richesse est de reproduire les offres existantes, s'évertuer à avoir les meilleures organisations ou un *Business Model*. En d'autres termes, les entrepreneurs peuvent choisir d'imiter plutôt que d'innover ; faire des choses similaires à celles des organisations établies, mais faire ces choses d'une manière plus efficace (Aldrich, 1999; Zott, 2003).

Pour examiner les répercussions sur la performance du *Business Model* axés sur l'efficacité, il est possible de se baser sur la perspective des coûts de transaction (Milgrom & Roberts, 1992; Williamson, 1985, 1975). Cela semble approprié parce que cette perspective, comme la construction du *Business Model*, se réfère à la conception des transactions économiques. Selon Williamson (1993), les attributs d'échange, y compris l'asymétrie et la complexité de l'information, déterminent que les transactions seront organisées en marchés ou en hiérarchies de manière à minimiser les coûts de transaction et à maximiser les performances. Les chercheurs estiment généralement que les acteurs économiques dont les transactions ne sont pas alignées sur des structures de gouvernance appropriées sont « plus susceptibles d'afficher des résultats financiers médiocres ... que ceux dont les transactions sont correctement alignées ».

Poppo et Zenger (1998) ont explicitement modélisé les implications de performance de la perspective des coûts de transaction. L'économie organisationnelle a prospéré en tant que domaine d'étude pendant près de trois décennies. Bien qu'il existe des exceptions, le domaine de l'économie organisationnelle peut généralement être distingué des autres domaines de la théorie de l'organisation en supposant que les gestionnaires essaient de maximiser les profits, de s'appuyer sur la rationalité (bornée ou parfaite) et de mettre l'accent sur la concurrence. En tant que tels, les économistes organisationnels ont tendance à privilégier les explications d'efficacité pour l'organisation, estimant que de nombreux problèmes de non-efficacité mis en évidence par d'autres théoriciens de l'organisation sont susceptibles d'être résolus par le mécanisme des prix (Silverman, 2017).

Milgrom et Roberts (1992) ont recherché l'effet que les coûts de transaction, sous forme de coûts de coordination et de motivation, ont sur les performances de l'entreprise. Ces études suggèrent qu'il existe une relation directe importante entre la conception des transactions et le rendement de l'entreprise.

La conception axée sur l'efficacité se réfère aux mesures que les entreprises peuvent prendre pour atteindre l'efficacité des transactions au moyen de leur *Business Model* ; la construction se concentre sur la conception du *Business Model* et ne vise pas à saisir tous les moyens par lesquels une entreprise peut s'efforcer à atteindre l'efficacité (par exemple, par une réduction des coûts de production). L'essence d'un *Business Model* axé sur l'efficacité est la réduction des coûts de transaction. Cette réduction peut provenir de l'atténuation de l'incertitude, de la complexité ou de l'asymétrie d'information (Williamson, 1975), ainsi que de la réduction des coûts de coordination et du risque de transaction (Clemons & Row, 1992; Langlois & McAdams, 1992; Milgrom & Roberts, 1992).

La fonction de suivi des commandes dans le *Business Model* d'Amazon, par exemple, vise à améliorer la transparence des transactions et, par conséquent, constitue un élément de conception axé sur l'efficacité. Cela réduit le coût de la fourniture d'informations à la société de logistique et induit davantage de clients à vérifier leurs colis que s'ils n'avaient pas accès à la fonction. D'autres éléments de conception axés sur l'efficacité visent à accroître la fiabilité et la simplicité des transactions, à réduire l'asymétrie des informations entre les participants aux transactions, à accélérer les transactions, à permettre l'agrégation de la demande, à réduire les stocks, à assurer l'évolutivité des transactions ou à réduire les coûts directs et indirects des transactions (Brynjolfsson et al., 2011; Chen & Zhu, 2004).

Un autre aspect central du modèle axé sur l'efficacité est qu'elle permet un meilleur flux d'information entre les parties prenantes et réduit les asymétries d'information entre les parties, limitant ainsi le contrôle de l'information que peut avoir n'importe quel intervenant. Cet aspect, en général, n'affecte pas négativement le pouvoir de négociation de la firme. En outre, le troisième facteur déterminant du pouvoir de négociation de la firme identifié par Coff (1999), la capacité d'autres acteurs du *Business Model* à prendre une action unifiée contre la firme, est peu susceptible d'être systématiquement affecté dans un sens ou dans l'autre par l'efficacité du modèle.

3- Complémentarité des ressources et performance

La sélection des activités et des partenaires a un effet sur la performance des entreprises. Kapoor (2013) examine les interdépendances entre les complémentarités dans l'écosystème des entreprises et explore la nature des interactions de collaboration entre eux. Il met en lumière les contextes organisationnels et stratégiques dans lesquels de telles interactions ont lieu et montre comment ils peuvent influencer le modèle et les avantages de la collaboration.

Les résultats, tout en renforçant le passage de la création de valeur des firmes focales aux écosystèmes d'entreprises collaboratives caractérisées par le partage d'informations et l'action conjointe des complémentarités, illustrent les défis organisationnels et concurrentiels auxquels les entreprises sont confrontées dans leur quête de création conjointe de valeur. Harrison et al. (2001) et Lin et al. (2009) ont exploré les conséquences de la sélection des partenaires d'alliance des entreprises en examinant les interactions de la complémentarité des ressources et des associations institutionnelles (reflétées par le statut de la société et du réseau) entre l'entreprise et ses partenaires.

Le cadre d'intégration suggère qu'un examen conjoint de la complémentarité des ressources et des effets de l'état, ainsi que d'importants facteurs contingents au niveau de l'entreprise et de l'environnement, sont essentiels pour comprendre les mécanismes sous-jacents des formations de l'alliance et leurs effets sur la performance des entreprises. Zott et Amit (2002, 2010) parleront de Lock-In.

Tanriverdi et Venkatraman (2005) synthétisent la vision de la diversification basée sur les ressources et la théorie économique des complémentarités pour conceptualiser les synergies de connaissances inter-entreprises en termes de relation et de complémentarité des ressources de connaissances entre les unités d'affaires de l'entreprise multi-entreprises. L'étude émet l'hypothèse que la performance de l'entreprise est améliorée lorsque l'entreprise exploite simultanément un ensemble complémentaire de ressources de connaissances connexes à travers ses unités d'affaires.

Dans un échantillon de 303 entreprises multi-entreprises, l'étude révèle que les synergies découlant de la relation avec les connaissances sur les produits, de la relation client ou des connaissances managériales n'améliorent pas la performance des entreprises elles-mêmes. Les synergies découlant de la complémentarité des trois types de liens de connaissances améliorent de façon significative la performance basée sur le marché et la comptabilité.

La complémentarité entre les produits représente un avantage concurrentiel qui, à long terme peut impacter la performance de l'entreprise (Porter & de Lavergne, 1986). Identifier et choisir les ressources et compétences susceptibles de générer des revenus ne constituent qu'une phase de l'analyse en termes de BM. L'offre doit donc être choisie, élaborée et valorisée. Cette phase d'élaboration de l'offre de produits et services va permettre de déterminer à qui l'entreprise s'adresse et quelles sont ses relations avec les différents agents de son système de valeur. En effet, une firme doit identifier les agents auprès desquels elle valorisera ses ressources pour générer des revenus.

Traditionnellement, le « client » est celui qui paye l'acquisition ou l'utilisation de la ressource en lien direct avec la mission de l'entreprise. Par exemple, le client « naturel » d'une entreprise de presse est le lecteur du journal édité. Cependant, dans une logique BM, ce type de raisonnement doit être entièrement revu et ne pas se focaliser sur l'aspect uniquement rédactionnel. Le terme « client » a un sens beaucoup plus large : il s'agit de toutes les entités susceptibles de fournir des revenus à l'entreprise (Lecocq et al., 2006). Choisir un BM, selon ces auteurs, implique de déterminer l'identité des stakeholders, c'est-à-dire de définir les acteurs les plus importants pour l'entreprise.

4- Business Model Lock-in et performance des sociétés

L'organisation de liens entre les entreprises elles-mêmes et avec son environnement, qui constitue un réseau, ne peut se comprendre que dans un cadre bien précis. L'observateur extérieur qui s'intéresse aux réseaux d'entreprises se place dans un espace objectif, celui du territoire géographique et administratif, et parfois virtuellement. A l'intérieur de cet espace, le réseau peut être défini comme *« une collection d'acteurs qui poursuit des relations d'échanges répétés et durables les uns avec les autres et qui, en même temps, n'a pas d'autorité organisationnelle légitime pour arbitrer et résoudre les disputes qui peuvent se produire pendant l'échange »*. L'intérêt sociologique initial pour les formes d'organisation en réseau a été motivé en partie par une critique des vues économiques de l'organisation.

Les sociologues ont cherché à mettre en évidence la prévalence et la fonctionnalité des formes organisationnelles qui ne pouvaient être classées comme des marchés ou des hiérarchies. Les formes d'organisation en réseau favorisent l'apprentissage, représentent un mécanisme pour l'obtention du statut ou de la légitimité, offrent divers avantages économiques, facilitent la gestion des dépendances et fournissent une autonomie considérable aux employés (Podolny & Page, 1998). Il constitue presque une évidence aujourd'hui que la plupart des sociétés qui veulent innover doivent constituer des « réseaux d'innovation » avec d'autres acteurs de leur environnement (Akrich et al., 1988; Loilier & Tellier, 2002).

Le réseau d'innovation peut se définir comme l'instauration de liens avec un ensemble de partenaires hétérogènes (entreprises concurrentes, fournisseurs, clients, mais aussi centres de recherche), dans l'objectif de mettre au point et de diffuser une innovation (Callon, Laredo, & Mustar, 1995). Economiquement, le réseau apparaît comme un ensemble de moyens (infrastructure et échange d'informations) permettant aux acteurs d'établir des relations spécifiques, créatrices de valeur par les synergies dégagées (Le Boulch, 2001, 2004).

En effet, certains arbitrages qui s'opèrent selon un raisonnement décrit par la théorie des coûts de transactions (Williamson, 1983) conditionnent le choix d'une forme d'organisation par les entreprises. Ces arbitrages consistent à vérifier s'il est plus rentable d'internaliser ou d'externaliser une activité, et par la théorie sur la dépendance des ressources (Wernerfelt, 1984), pour savoir comment contrôler les activités dont dépend l'avenir de l'entreprise. Dans le domaine des coûts de transactions (Jarillo, 2013) présente le réseau de firmes comme une logique de cotraitance, alternative à la sous-traitance et à l'intégration qui constitue une nouvelle manière de compétir.

La création de valeur pour les consommateurs, en tant que condition *sine qua non* de la capture de valeur, est au cœur de la recherche stratégique sur la demande et constitue un élément essentiel de presque tous les Business Models. Priem, et al. (2017) soutiennent que le point de vue de la demande et le concept de Business Model pourraient tous deux promouvoir une meilleure compréhension de la stratégie en s'appuyant mutuellement sur les points de vue distinctifs de chaque volet; plus précisément, si la recherche sur la stratégie axée sur la demande peut aider les spécialistes du Business Model à mieux comprendre les propositions de valeur efficaces, les Business Models peuvent servir de «concept de transition» reliant les idées partagées des deux domaines d'étude. Pour réussir, les entreprises ont souvent besoin de nouveaux types de Business Model.

Il est important pour les sociétés d'identifier les facteurs qui influencent les Business Models des entreprises collaboratrices afin de faciliter les transitions du système et les changements dans la logique de création de valeur (Hellström et al., 2015). Dans cette logique, Volle et al. (2008) proposaient deux prolongements du Business Model. Le premier prolongement consisterait à explorer la possibilité d'un ou plusieurs autres BM, comme le propose Noble et al. (2002) en distinguant le BM marché (qui correspond plus ou moins à son BM-Y : enrichir la proposition de valeur pour gagner en attractivité), le BM production et le BM vente (qui correspondent plus ou moins à son BM-X : optimiser les ressources et compétences pour gagner en efficience).

Au-delà de cette première suggestion, selon Volle et al. (2008), chaque BM pourrait être décomposé en plusieurs combinaisons logiques de RCOA (ressources, compétences, offres, activités) générant des flux de revenus et les charges associées. Dans une telle logique, les distributeurs doivent être engagés dans une rationalisation des approvisionnements : centralisation des informations et des flux, suppression des stocks en magasin, développement de plateformes régionales ou nationales, réassorts automatisés et mise en place d'outils d'échange d'informations.

Le distributeur ne recherchera pas spécifiquement l'efficacité, mais l'attractivité de sa proposition de valeur. Il cherchera à créer de la marge non pas à partir de la rationalisation des ressources et compétences, mais à partir de l'offre (Belvaux, 2005; Rieunier & Volle, 2002). Il s'agit de créer de la valeur à partir de la connaissance client, en intégrant le client dans le processus de production de l'offre, en faisant converger les canaux de distribution vers le client et en développant des services associés.

Distribuer un produit, ce n'est pas simplement mettre à disposition du client le « bon produit au bon endroit, au bon moment ». C'est proposer une combinaison de produits, de services et d'informations. Il ne s'agit pas d'acheter des produits pour les revendre, mais de vendre des solutions à valeur ajoutée (Gulati & Kletter, 2005). Le consommateur ne doit plus être considéré comme externe à l'entreprise.

A l'heure où les frontières organisationnelles deviennent poreuses, avec la notion d'entreprise étendue et de réseau, il doit être intégré au processus de création de valeur. Le client est une ressource capable de générer de nouvelles ressources, un partenaire capable de cocréer de la valeur avec l'entreprise pour produire une valeur et l'entretenir dans le temps (Lusch et al., 2007). Il ne s'agit plus simplement de commercialiser des produits pour le client, mais avec un client. C'est le cas des pratiques des sociétés de téléphonie mobile avec leurs gammes de produits et leurs réseaux de clients et distributeurs.

Malgré l'avantage que peut offrir le Lock-In à travers le comportement loyal des clients (Grønhaug & Gilly, 1991; Heide & Weiss, 1995; Oliver, 1999), si les critères qui ont conduit à la mise en place du réseau ne sont plus adaptés au contexte, il pourrait ne plus être bénéfique de continuer à verrouiller les partenaires dans un réseau car l'objectif de création de la valeur ne pourrait plus être garanti. Ceci correspond à la théorie "*obsolescing bargaining*" de Vernon (1971) qui prévoit une condition où les relations de négociation peuvent devenir obsolètes du fait de l'incertitude.

5- Comptabilité d'intention, Business Model et performance

Adopté le 26 janvier 2017 à Brazzaville (Congo), l'Acte uniforme relatif au droit comptable et à l'information financière (AUDCIF), vient succéder à l'Acte Uniforme portant organisation et harmonisation des comptabilités des entreprises, en vigueur depuis le 1er janvier 2001, pour les comptes personnels des entreprises, et le 1er janvier 2002, pour les comptes consolidés et les comptes combinés. Ce nouveau référentiel le désigne par la « comptabilité créative » qu'il définit comme « *l'ensemble des techniques utilisées en comptabilité par les dirigeants d'une*

entité pour modifier légalement (souvent à la limite de la légalité) la présentation de leurs états financiers dans un sens plus favorable à leurs attentes » (AUDCIF, 2017, p. 172).

Le référentiel en vigueur dans les pays de l'UEMOA avant celui adopté dernièrement ne serait pas dominé par ceux provenant des pays occidentaux, mais qu'il tend à apparaître comme un compromis des différences observées au niveau des modèles comptables dominants (Ngantchou, 2011). L'une des conventions de cet acte consacre la transparence des entités auxquelles il s'applique par un principe en vertu duquel les informations importantes doivent être présentées et communiquées clairement, sans intention de dissimuler la réalité derrière l'apparence. Ce principe se retrouve sous des appellations diverses telles que clarté, bonne information, régularité et sincérité objective.

La Bourse Régionales des Valeurs Mobilières, dans ses règles de négociation, d'admission et de radiation à la cote et règles spécifiques dispose que les émetteurs dont les valeurs sont admises à la cote doivent informer le public et la Bourse Régionale de tout fait nouveau ou modification susceptible d'influer de manière significative sur le cours de bourse des dites valeurs. Il est également imposé aux sociétés de s'engager à signer un contrat d'animation de marché ; à diffuser dans le public au moins 20% de son capital, dès l'introduction en bourse ; de s'engager à publier au Bulletin Officiel de la Cote des estimations semestrielles de chiffre d'affaires et de tendance de résultats.

La tenue de la comptabilité d'intention est ainsi clairement affichée par les autorités du marché. Cette contrainte, imposée aux sociétés cotées sur la BRVM, est une dimension de la performance au sens de Bessire (1999). Selon cet auteur, la performance se déploie dans la réalité selon une structure tridimensionnelle. La dimension subjective ou intentionnelle, la dimension projective ou rationnelle et la dimension objective. EFRAG et al. (2013) ont publié le un document de recherche intitulé « Le rôle du modèle d'entreprise 2 dans les états financiers » (*The role of the Business Model in financial statements*).

Le Business Model est recommandé en France par la Commission générale de terminologie et de néologie dans un avis publié au Journal officiel de la République Française du 28/12/2006 p. 19781. Cet avis définit ainsi le Business Model (synonyme : modèle économique ; équivalent étranger : Business Model) : « schéma identifiant et combinant les paramètres qui caractérisent une entreprise du point de vue de l'organisation, du fonctionnement et de la stratégie, afin de mettre au jour les facteurs de sa rentabilité.

Le Business Model est lié à la comptabilité d'intention. Il est difficile d'imaginer comment un dialogue entre les investisseurs et la direction sur les états financiers pourrait être fructueux, si on n'a pas mis l'accent sur les résultats. Pour prendre part à un tel dialogue, les utilisateurs ont

besoin de comprendre l'entreprise, d'analyser comment elle a réalisé son résultat, et comment ce résultat a été affecté par divers facteurs.

En d'autres termes, ils ont besoin de connaître le Business Model. On peut considérer que la raison de l'existence d'une entreprise est de créer ou d'ajouter de la valeur pour ses propriétaires. Cette création de valeur peut être considérée comme le résultat qui peut être soit réinvesti ou versé sous forme de dividendes, ou valeur future qui sera réalisée à une date ultérieure. Les flux de trésorerie, avec leur calendrier et les risques liés ont un impact significatif sur la création de valeur pour une entreprise (Obert, 2014).

Leisenring et al. (2012) ont discuté de la façon dont l'établissement de rapports financiers sur le Business Model d'une entité repose, en fait, sur la présentation de l'information financière sur l'intention de la direction concernant l'utilisation, le transfert ou la disposition d'un actif ou d'un passif. Les auteurs ont donné un sens à la comptabilisation des actifs financiers sur les intentions de la direction de tirer profit de ces actifs et montré ses conséquences. La notion de comptabilité d'intention traduit deux comportements de l'entreprise (Escaffre, 2016).

D'une part, l'intention de la Direction et d'autre part, le changement de cette intention. La décision d'enregistrement d'une opération réalisée ou envisagée par une intention. Le changement de cette intention correspond à un changement de méthode ou de présentation portant sur une opération déjà enregistrée. Selon Escaffre (2016), la principale conséquence de cette analyse suppose que l'entreprise incorpore le temps dans ses décisions comptables, c'est-à-dire sa stratégie.

Au-delà du respect du cadre comptable, l'intention est une des représentations de la politique comptable de l'entreprise. Les comptes doivent constituer un outil attractif pour les investisseurs, une preuve affirmée d'une gestion efficace de la direction et d'un document suffisamment transparent sans pour autant créer un désavantage concurrentiel d'information confidentielle. Les résultats empiriques d'une étude intitulée « *Where there is a will there is a way IC, strategic intent, diversification and firm performance* » conduite par Massaro et al. (2015) montrent comment le capital relationnel, humain et structurel est étroitement lié au soutien de la performance d'une entreprise mesurée en termes de diversification des produits et services.

De plus, le capital intellectuel et l'intention stratégique s'influencent mutuellement en créant un effet de contrainte d'un côté et un effet d'ambition de l'autre. L'effet de contrainte est beaucoup plus élevé que l'effet de l'ambition, ce qui correspond à une approche d'urgence de l'intention stratégique. Mechelli et al. (2017) ont montré que si la divulgation volontaire des macro-composants non obligatoires de l'IASB (2010), considéré comme élément du Business

Model, est effectuée, ceci augmente la pertinence de la valeur des montants comptables. Les auteurs montrent que les entreprises qui publient leur perspective de croissance sont plus performantes que celles qui n'en publient pas. Ces résultats mettent en lumière l'importance de divulguer des informations relatives au Business Model pour améliorer la performance des entreprises.

Cette comptabilité d'intention s'inscrit dans une logique de la théorie positive de la comptabilité. En effet, Watts et Zimmerman (1986) revendiquent une approche positive de la comptabilité, c'est-à-dire une perspective qui cherche à « prédire et à expliquer les pratiques comptables ». Ils rejettent toute autre conception de la science.

Dans *Positive accounting theory*, ils affirment même leur volonté de « démolir » les approches précédentes. Les critiques liées à la philosophie des sciences ne semblent pas dirimantes si la théorie positive est conçue comme un programme de recherche. En revanche, le caractère contingent des hypothèses de Watts et Zimmerman (1986) est souligné ainsi que le phénomène de réduction instrumentale propre à la validation des hypothèses (Jeanjean, 1999).

Mais pour Dagorn et al. (2013), la comptabilité d'intention, parfois à la limite de la fraude, implique une modification de la réalité perçue par les parties prenantes. Mieux, pour Escaffre (1999), la comptabilité financière assimile assez facilement la performance de l'entreprise aux résultats détaillés dans les soldes intermédiaires de gestion. Il est intéressant de remarquer l'écart qui existe entre les méthodes d'analyse des résultats, raffinées et précises, réalisés au moyen de la comptabilité de gestion (au fin interne du contrôle de gestion) et la pauvreté des moyens de mesure de la performance pour la publication des états financiers (aux fins externes de la comptabilité financière).

En effet, Disle et al. (2016) soulignent une approche du Business Model focalisée sur le mode de génération des cash-flows, la configuration des actifs et le processus de création de valeur actionnariale. Ces auteurs suggèrent que le concept de Business Model peut utilement recouvrir une réalité plus large qui, en plus de ces aspects financiers (publication des perspectives de croissance pour mieux informer et susciter la réaction des investisseurs par exemple), intègre explicitement le mode de création de valeur pour les clients, les aspects organisationnels (activités et processus clés) et les principales ressources et compétences mobilisées.

Une réflexion sur l'image de la performance apparaît indispensable si l'on veut accroître la fiabilité et la pertinence des états. Cette optique doit nous conduire à distinguer les problèmes de mesure de ce qui est mesuré. La performance est un concept et on ne mesure pas les concepts, on les représente.

II- Marchés boursiers et performances des sociétés

Dans le sillage de la nouvelle économie institutionnelle et de l'analyse économique du droit, le thème de la gouvernance d'entreprise fait l'objet, depuis le début des années 1990, d'une attention croissante dans la littérature.

1- Introduction en bourse et performance des sociétés

Les entreprises et les investisseurs sont convaincus de l'intérêt de la cotation ; pouvoirs publics et institutions de marché font un effort remarquable à ce sujet (Sentis, 2005). Pourtant, il ne suffit pas que la société soit cotée en bourse pour garantir sa performance. Les entreprises se trouvent souvent désarmées face aux perspectives d'une première cotation. Parce qu'elles ne maîtrisent pas toutes les facettes de l'opération, elles recourent à des intermédiaires coûteux qui les incitent à s'introduire en Bourse alors qu'elles n'y sont pas prêtes. De plus, dans les pays de l'UEMOA, ce n'est que dernièrement que le compartiment des PME a vu le jour. Il est vrai que les retombées en termes de prestige et de notoriété de l'opération sont perceptibles pour les sociétés cotées sur la BRVM. Pourtant, l'évolution des transactions et des cours n'est pas meilleure.

Selon Sentis (2005) d'autres écueils de l'opération existent sans pour autant qu'ils en minimisent les bienfaits. Selon lui, une réflexion adéquate doit permettre à l'entreprise candidate d'en mesurer tous les aspects. Cette opération est un choix déterminant pour les entreprises (Go or not to Go). En utilisant une vaste base de données d'entreprises privées en Italie, Pagano et al. (1998) ont analysé les déterminants des offres publiques initiales (IPO) en comparant les caractéristiques ex ante et ex post des introductions en bourse avec celles des entreprises non cotées.

La probabilité d'une introduction en bourse augmente avec la taille de l'entreprise et avec le ratio marché/valeur comptable de l'industrie. Les entreprises semblent s'introduire en bourse non pas pour financer les investissements et la croissance futurs, mais pour rééquilibrer leurs comptes après un investissement et une croissance élevée. Les introductions en bourse sont également suivies par des coûts de crédit plus bas et une augmentation du taux de contrôle.

Des relations entre ces parties prenantes, émanent de nombreuses problématiques influençant les choix qu'implique l'opération. *« Si l'hypothèse selon laquelle les sociétés s'introduisent en bourse pour lever des capitaux afin de financer leur expansion ne permet pas de décrire de façon satisfaisante ce qui se passe sur le premier marché, en revanche, elle apparaît beaucoup plus réaliste pour les sociétés qui s'introduisent sur le nouveau marché. Le nouveau marché, a été créé en mars 1996 pour financer les besoins des sociétés en forte croissance. Dès sa*

création, il a concerné beaucoup plus d'introductions en bourse que le premier marché, même si les montants de capitaux levés sont beaucoup moins élevés. Les sociétés introduites sur le nouveau marché sont beaucoup plus enclines à lever des capitaux » (O'Sullivan, 2002, p. 19).

Saci et Aliouat (2014) suggèrent dans l'ensemble que les marchés financiers semblent être indifférents aux annonces des partenariats stratégiques. Cependant, en grande partie, les fusions-acquisitions sont perçues comme de bonnes nouvelles par les acteurs financiers (Hubler & Meschi, 2000). Les partenariats stratégiques ne sont pas perçus comme des bonnes nouvelles d'une manière générale (Hubler et Meschi, 2000, comme pour le cas les alliances stratégiques). Koh et Venkatraman (1991), par exemple, ont observé de faibles réactions positives du marché (mais statistiquement non significatives) à l'annonce des alliances stratégiques, mais n'ont fourni aucune explication pour cette observation, et cela, également peut être dû aux secteurs d'activité. De la même manière, Das et al. (1998) dans leur travail « *impact of strategic alliances on firm valuation* », ont constaté un impact positif pour les annonces d'alliances technologiques, tandis que les alliances de marketing sont perçues comme ni bonnes, ni mauvaises.

Comme l'a fait remarquer Poincelot (2007), en présence d'asymétrie d'information sur les flux de liquidités futurs, le marché ne peut refléter à tout moment la valeur intrinsèque des sociétés (Grossman & Stiglitz, 1976). Cependant, les programmes de rachat d'actions permettraient aux dirigeants de signaler au marché la présence d'opportunités de croissance favorables, de réduire l'asymétrie informationnelle et de rétablir la juste valorisation des cours.

Encore faut-il que le signal soit crédible. Les dirigeants pourraient émettre des signaux erronés ou lancer des programmes sans opportunité d'investissement recherchant à imiter d'autres entreprises. La crédibilité du signal serait d'autant plus forte que la prime versée lors du rachat serait importante. Cependant, l'observation des pratiques montre que les sociétés rachètent au cours du marché et non à un cours surévalué en dépit de prix annoncés très élevés lors du lancement du programme.

En fait, la crédibilité du signal est renforcée si l'entreprise a l'opportunité d'investir dans des entreprises rentables plutôt que de racheter ses propres actions. Le rachat des actions signalerait des opportunités de croissance, car dans le cas contraire, si l'entreprise a du cash en excès relativement à ses opportunités, le fait de racheter ses propres actions plutôt que d'utiliser ses liquidités pour investir dans d'autres firmes rentables, entraînerait une réaction négative du marché (Dann, 1981). De nombreuses études empiriques confirment une réaction défavorable du marché des actions à la suite de l'annonce d'une augmentation de capital notamment dans le cas d'investissement productif et en présence d'une forte asymétrie informationnelle. Les

résultats sont confirmés par Gajewski et Ginglinger (2002), Parienté et al. (2003) dans le contexte français.

Les dirigeants d'entreprises sous-évaluées profiteraient d'une fenêtre d'opportunité (Korajczyk et al., 1992) en réalisant l'opération dès que le marché réajuste les cours à la hausse (Gajewski & Ginglinger, 2002). Les rachats d'actions motivés par le signalement d'opportunités de croissance « préparerait le marché » en atténuant l'asymétrie informationnelle. Le recours aux programmes de rachats d'actions antérieurs aux augmentations de capital pourrait contrer les réactions négatives du marché à l'annonce de l'augmentation de capital.

Testée initialement par Dann (1981) et Vermaelen (1981), l'observation selon laquelle les rachats effectués via une offre publique de rachat sont suivis d'augmentations anormales du bénéfice par action et que les petites entreprises effectuent principalement des offres publiques de rachat renforce l'hypothèse de signalisation (Comment & Jarrell, 1991), soit l'augmentation durable des performances (économiques/financières) après l'annonce des rachats.

Brav et Lehavy (2003) proposent une enquête auprès des dirigeants qui ont recours aux programmes de rachats d'action. Pour ces dirigeants, la sous-évaluation du titre est une motivation prioritaire parmi toutes les raisons avancées. La sous-évaluation boursière des titres en présence d'asymétrie informationnelle est une motivation aux rachats d'actions.

Dans ce cas, les dirigeants pourraient utiliser ces opérations en vue de « préparer » le marché à l'augmentation de capital ultérieure. Les rachats d'actions influencent mécaniquement le bénéfice par action (BPA) sous certaines conditions avec l'objectif de l'aligner sur les prévisions optimistes des analystes. Selon Lehideux-Vernimmen (1992) et Hribar et al. (2006), la réduction du capital entraînera une croissance mécanique du BPA si le ratio BPA/cours de l'action (inverse du PER) est supérieur au coût du financement lié au rachat (cf. encadré suivant). Ce mécanisme reste pertinent également pour les rachats d'actions ne donnant pas lieu à leur annulation puisque les analystes réduiront systématiquement le nombre d'actions en circulation (Vernimmen, 2002, p. 788). Confrontée à un changement soudain et radical dans son environnement pertinent, la survie d'une entreprise dépend de sa capacité à se désengager rapidement de ses activités fragilisées (en termes de rentabilité financière ou de parts de marché, par exemple) et à reconstruire à partir des activités saines restantes (Das et al., 1998).

Cependant, plusieurs autres études ont montré que le marché boursier ne renferme pas que des avantages. Guiso et al. (2015) ont étudié quelles dimensions de la culture d'entreprise sont liées à la performance d'une entreprise et pourquoi. Les résultats montrent que les valeurs proclamées n'apparaissent pas pertinentes. Pourtant, lorsque les employés perçoivent les cadres supérieurs comme des personnes fiables et ayant des pratiques éthiques, la performance de l'entreprise est

plus forte. Les auteurs constatent que les entreprises cotées en bourse sont moins en mesure de disposer des cadres intègres.

Dans une adresse présidentielle, Zingales (2015) montre que de nombreuses théories expliquent le rôle crucial joué par le secteur financier : de la gestion du risque (Froot, Scharfstein, & Stein, 1993) à la fourniture de précieux signaux de prix (Hayek, 1945; Holmstrom & Tirole, 1989), de la surveillance (Diamond, 1984) à la conception de titres qui atténuent les asymétries informationnelles (Myers & Majluf, 1984). De plus, il semble y avoir de nombreuses preuves que la finance est positivement associée à la croissance (Levine, 2005) et l'entrepreneuriat (Guiso et al., 2004; Mollica & Zingales, 2007) et même avec une meilleure éducation (Flug et al., 1998; Levine et al., 2014), et moins d'inégalité (Beck et al., 2007). Il constate qu'il y a un grand écart entre la perception que les financiers ont du rôle de la finance et la perception de la société en générale. Il pourrait en être de même pour la perception du rôle que peut jouer la BRVM dans l'économie des pays de l'UEMOA.

2- La performance à long terme des introductions en bourse

Les études empiriques montrent traditionnellement qu'il existe deux principaux modèles associés aux introductions en bourse : la sous-évaluation à court terme et la sous-performance à long terme. La première étude significative visant à mesurer la performance basée sur les rendements boursiers est de Ritter (1991). Dans cette étude, les entreprises émettrices de 1975 à 1984 ont été comparées par secteur, par taille et par les indices. Les rendements ont été calculés à l'aide du rendement ajusté moyen cumulatif avec rééquilibrage mensuel, ainsi que des rendements d'achat et de maintien sur trois ans. Il a été constaté que les sociétés émettrices ont connu un rendement de sous-performance dans les trois années suivant leur introduction en bourses.

Ritter (1991) explique ceci par le fait que les investisseurs et les entreprises profitant de ces « fenêtres d'opportunités » soient trop optimistes quant aux perspectives des entreprises qui émettent des actions pour la première fois. L'étude de Loughran et al. (1994) constatent que le phénomène de sous-évaluation des introductions en bourse existe dans les 25 pays étudiés. Il constate que cette sous-évaluation est plus élevée sur les marchés en développement. Malgré le fait que les introductions en bourse représentent des opportunités d'investissement exploitables si les actions sont achetées au prix fixé dans l'offre initiale, les données empiriques semblent indiquer qu'elles ne devraient pas être maintenues à long terme.

La sous-évaluation à court terme est une caractéristique persistante du marché des introductions en bourse.

La plupart des modèles de sous-évaluation basés sur l'information asymétrique partagent la prédiction que la sous-évaluation est positivement reliée au degré de l'asymétrie d'information. Cependant, Ritter et Welch (2002) soulignent que tous ces modèles sont devenus plus intenses ; il n'existe aucune explication théorique dominante pour la sous-évaluation. Ainsi, la question n'est pas de savoir quel modèle est juste, mais plutôt l'importance relative des différents modèles. Une explication peut avoir une plus grande importance pour certaines entreprises à des moments particuliers.

Wang et al. (2015) ont examiné la relation entre les structures de propriété et la performance à long terme des introductions en bourse des sociétés privées en Chine. Bien que les entreprises privées sous-performent le marché en général après l'introduction en bourse, la mauvaise performance est principalement causée par les introductions en bourse avec coin de contrôle de la propriété. Dans ce même sillage, les études sur les introductions en bourse sur le marché asiatique ont des résultats mitigés. Smith et Chun (2003) et Kim et al. (1995) constatent qu'en Corée, les introductions en bourse surpassent la moyenne boursière à long terme.

Cette constatation est conforme à la moyenne supérieure de la performance financière ex post des offices de propriété intellectuelle ; l'intervention du gouvernement contribue également à expliquer partiellement ces résultats. Dawson (1987) rapporte des performances négatives à long terme pour les introductions en bourse à Hong Kong et à Singapour, mais positives pour la Malaisie. Plus récemment, Ahmad-Zaluki et al. (2007) font également état d'une surperformance significative des introductions en bourse malaisiennes. Comme nous pouvons le constater, certains résultats, en ce qui concerne les rendements à long terme dans la région asiatique, contredisent le consensus dans la littérature des introductions en bourse et stipulent qu'il y a omniprésence significative de la sous-performance à long terme.

En fait, les données probantes sur les résultats de la performance à long terme des introductions en bourse sont controversées en prenant appui sur les résultats contrastés et rapportés par les chercheurs. Ritter (1991) et Loughran et Ritter (1995) rapportent que les sociétés américaines introduites en bourse connaissent des rendements négatifs significatifs au cours des trois à cinq premières années suivant l'introduction en bourse. Dans une étude plus récente sur le marché des États-Unis, Gompers et Lerner (2003) enquêtent sur 3 661 introductions en bourse de 1935 à 1972 pour des périodes de conservation allant jusqu'à cinq ans après la cotation, mais leurs résultats démontrent que la performance des introductions en bourse dépend de la méthode

utilisée pour mesurer la mesure. Leurs résultats montrent des signes de sous-performance lorsque l'on utilise des rendements anormaux.

Cependant, la sous-performance disparaît quand on utilise les rendements anormaux cumulés. De plus, les résultats obtenus à partir de la régression CAPM et la régression à trois facteurs de Fama & French suggèrent qu'il n'y a pas de performance anormale. Espenlaub et al. (2000) fournissent d'autres preuves sur la sensibilité de la performance à long terme au choix des méthodes empiriques. En utilisant des données sur 588 sociétés introduites en bourse au Royaume-Uni sur la période 1985 à 1992, elles comparent les performances anormales basées sur cinq repères alternatifs utilisant à la fois une approche événementielle et une approche calendaire et trouvent des différences significatives.

Brav et Gompers (1997) trouvent un lien entre le niveau de performance et les caractéristiques de l'investissement en utilisant un échantillon d'entreprises cotées de 1972 à 1992. Ils reproduisent l'approche de Loughran et Ritter (1995) tout en l'étendant sur plusieurs dimensions. Ils constatent que lorsque la taille est cohérente avec le ratio *Book-to-Market*, les sociétés ne sont pas sous-évaluées. Les études réalisées par Paudyal et al. (1998), Zarafat (2012) et Zarafat et Vejzagic (2014) confirment que les introductions en bourse malaisiennes connaissent des rendements excédentaires courts. Paudyal et al., (1998) montre également qu'il n'y a pas de différence significative entre la performance des introductions en bourse en Malaisie et la performance du portefeuille de marché.

Les nouveaux enjeux à faibles rendements à court terme surpassent ceux du marché, tandis que ceux qui affichent des rendements anticipés plus élevés sont sous-évalués par rapport au marché. Enfin, les résultats de leurs recherches impliquent une association positive entre le rendement à long terme des introductions en bourse et la réputation des acheteurs fermes.

Cette première partie de la thèse composée de deux chapitres a permis dans un premier temps de définir les concepts de facteurs institutionnels (ici protection des investisseurs et gouvernance), du Business Model et de performances. Il est vrai que chaque pays détermine clairement sa politique d'attrait de l'investissement essentielle de la bonne gouvernance des entreprises est une protection forte des investisseurs, mais la protection des investisseurs est assurée par les facteurs juridiques du pays d'origine ou de destination de la société et les pratiques de gouvernance consistant à mettre toutes les informations importantes de la société à la disposition des investisseurs pour faciliter la prise de décision. La protection des investisseurs est définie comme l'étendue des lois qui protègent les droits des investisseurs et la force des institutions juridiques qui facilitent l'application de la loi (Defond & Hung, 2004). Un pays peut souverainement opter pour une protection ouverte au plus grand nombre

d'investisseurs ou au contraire limitée à certains investisseurs. La gouvernance d'entreprise a connu une évolution en se muant de la prise en compte des intérêts des seuls actionnaires vers la prise en compte des intérêts de toutes les parties prenantes de la société.

Ainsi, la théorie des parties prenantes formulée par Freeman en (1984) est désormais convoquée dans le champ de l'éthique des affaires et de la RSE pour définir la gouvernance d'entreprise. La mesure actionnariale de la valeur est trop restrictive pour construire une théorie pertinente de la gouvernance des entreprises, il est proposé une définition élargie de la valeur créée, la valeur partenariale. Cet élargissement et la mesure qui lui est associée sont conformes à la vision pluraliste de la firme et permettent de mieux comprendre les mécanismes de création et de partage de la valeur en relation avec l'ensemble des parties prenantes qui concourent au fonctionnement de la firme.

Le gouvernement d'entreprise va donc désigner le système formé par l'ensemble des processus, réglementations, lois et institutions destiné à cadrer la manière dont l'entreprise est dirigée, administrée et contrôlée pour créer de la valeur à l'ensemble de toutes les parties prenantes. Le Business Model quant à lui peut être défini comme un modèle conceptuel décrivant la façon dont l'entreprise crée de la valeur pour ses clients cibles et capte une partie de cette valeur pour ses actionnaires en mettant en œuvre de manière dynamique et interactive un ensemble d'activités, de processus, de partenariats de ressources et compétences clefs. En conséquence, la théorie néo-institutionnelle devient une théorie qui permet de définir les performances des sociétés.

Ces performances peuvent être regroupées selon plusieurs dimensions. Les auteurs s'accordent sur le fait que ces performances peuvent être soit réalisées ou futures. Les mécanismes du marché et les règles du jeu, règles politiques, sociales, légales, qui délimitent et soutiennent l'activité transactionnelle des acteurs ainsi que les arrangements vont être prépondérant dans la détermination de la performance des sociétés.

Jensen (2013) démontre qu'il y a au moins trois niveaux de compréhension du Business Model ; un niveau général, un niveau conceptuel et un niveau de recherche. Pour lui, la construction du Business est fortement influencée par la recherche. Les résultats empiriques récents (Visnjic et al., 2016) concernant les effets de l'innovation en Business Model sur la performance indiquent que l'interaction entre l'innovation du Business Model de services et l'innovation du Business Les auteurs suggèrent que les entreprises doivent regarder au-delà des effets à court terme afin d'atteindre une performance supérieure à long terme. Les résultats de Pucci et al. (2017) démontrent que l'adoption d'un Business Model (BM) donné est endogène en ce qui concerne les capacités de l'entreprise et que les différentes capacités favorisent l'adoption de BM

différentes et que les différentes conceptions BM ont des impacts variables sur la performance de l'entreprise.

En effet, Leuz et al. (2003) pensent qu'une forte protection limite la capacité des initiés à acquérir des avantages de contrôle privés, ce qui réduit leurs incitations à masquer la performance des entreprises. Lorsque la protection des investisseurs est forte, l'actionnariat tend à être déconcentré et les grands groupes tendent à perdre le contrôle. En conséquence, ces groupes auront tendance à perdre les avantages du contrôle privé.

La théorie de l'agence considère depuis longtemps la gouvernance d'entreprise comme un facteur important dans le processus de création de valeurs des entreprises et que cette gouvernance est conditionnée par le cadre légal du pays d'origine de la société (Bell et al., 2014; Bris, Bris et al., 2008; Bris & Cabolis, 2008; Burkart et al., 2014; Larrain et al., 2017; Motta & Uchida, 2017). Cheung et al. (2018) montrent que les entreprises des pays présentant des améliorations dans les pratiques de protection des investisseurs manifestent une augmentation subséquente des rendements anormaux.

De plus, selon ces auteurs, les investisseurs internationaux prêtent plus d'attention à leurs droits à l'information et les résultats fournissent des preuves à l'appui de l'idée que le marché se soucie des pratiques de protection des investisseurs de l'entreprise. Cette logique se trouvait déjà dans les résultats obtenus par Mclean et al. (2012) qui ont montré que la protection des investisseurs est associée à une plus grande sensibilité de l'investissement à q et à une moindre sensibilité de l'investissement aux flux de trésorerie.

L'idée de médiation de la gouvernance dans la relation entre la protection des investisseurs et la performance peut être bien perçue dans les études de Lepore et al. (2018). En effet, Lepore et al. (2018) ont montré que le niveau de protection des actionnaires, dérivé de l'efficacité judiciaire ; ce qui est pertinent pour la relation entre la structure de la propriété et la performance de l'entreprise, corroborant ainsi la littérature dans le contexte institutionnel pour expliquer ces relations. Leurs résultats suggèrent le besoin de mécanismes externes plus efficaces de gouvernance d'entreprise pour faciliter l'investissement dans les fonds propres, réduisant ainsi le risque pays perçu par les investisseurs.

Le deuxième chapitre de cette thèse a permis d'analyser la littérature dans le sens d'établir le lien entre les concepts de protection des investisseurs, de gouvernance, de Business Model et de performance. Comme il peut être constaté dans le chapitre premier, le cadre conceptuel de la gouvernance a évolué et plusieurs pratiques de gouvernance sont mises en œuvre par les dirigeants. Cette analyse de la littérature a permis d'identifier un lien d'endogénéité entre les pratiques de gouvernance et la performance. Il existe, par conséquent, des interactions entre les pratiques de gouvernance dans le processus de réalisation des objectifs de la firme.

Il ressort que l'environnement institutionnel du pays d'origine de la société compte pour beaucoup dans les choix de pratiques de gouvernance à travers les mécanismes que le cadre institutionnel offre. Il s'agit essentiellement du niveau de protection des investisseurs. Le degré de concentration de l'actionnariat, la transparence de la gouvernance et de l'information financière ainsi que les pratiques éthiques et RSE sont une fonction du niveau de protection des investisseurs dans le pays d'origine de la société.

Ainsi, plus les investisseurs minoritaires sont protégés, moins le capital est concentré. Une meilleure protection des investisseurs rend plus probable le transfert du contrôle à des propriétaires plus productifs. Ce transfert est susceptible de réduire le niveau de concentration de l'actionnariat. La gouvernance des entreprises est donc plus renforcée dans les pays où le degré de protection des investisseurs est faible et les entreprises dépensent plus en assurance pour garantir leurs investissements. Ce fait augmente les charges et diminue la performance.

En outre, les pratiques de gouvernance sont fortement en lien avec le niveau de performance des firmes. Si les pratiques de gouvernance ont un effet sur la performance des firmes et dépendent du niveau de protection des investisseurs dans le pays d'origine des firmes, il est donc possible d'établir, soit un lien indirect entre la protection des investisseurs et la performance par le truchement des pratiques de gouvernance, soit un lien direct entre la protection des investisseurs et la performance.

En ce qui concerne le Business Model, une analyse de la littérature montre qu'il a un effet sur la performance des firmes. De plus, le conseil d'administration joue un rôle primordial dans la conception et l'évolution du Business Model. En effet, il est possible d'établir un effet des pratiques de gouvernance sur la performance via le Business Model de la firme.

Cette première partie de la thèse est basée sur la recension de la littérature qui a permis d'élaborer le modèle de recherche de la figure 12 du chapitre 3. Ce modèle présente schématiquement les différents liens entre les variables de l'étude. Le chapitre trois suivant introduit la seconde partie de la thèse et est consacré au cadre institutionnel et à la méthodologie de la recherche.

SECONDE PARTIE :

FACTEURS INSTITUTIONNELS, *BUSINESS MODEL* ET

PERFORMANCES : CONTEXTE INSTITUTIONNEL ET APPROCHES

METHODOLOGIQUE ET EMPIRIQUE

Toute recherche, pour être crédible, se doit d'être conduite de façon cohérente avec la posture épistémologique choisie par le chercheur. Cette posture est le reflet des rapports que ce dernier entretient avec son objet. Désigner par « épistémologie », la relation chercheur / objet suppose de s'interroger sur l'instrumentation utilisée par le chercheur pour rendre compte de cette « relation » (comment et par quels moyens, la connaissance est-elle produite ?). L'ontologie, quant à elle, renvoie à la manière de concevoir la nature de l'objet à l'étude (Giordano & Jolibert, 2012).

Même si la terminologie générique d' « objet » héritée des méthodes d'observation dans les sciences de la nature n'est pas satisfaisante (Ayerbe & Missonier, 2007; Giordano & Jolibert, 2012) dans les sciences sociales qui portent sur des construits sociaux, cette thèse n'étant pas destinée à cette différenciation, il est utilisé par endroits objet ou construit. En effet, la relation facteurs institutionnels, Business Model et Performance est un objet théorique qui a été étudié, d'une manière ou d'une autre, en sciences de gestion.

Ces études ont permis la formulation de la question principale de recherche. De ce fait, l'indépendance du chercheur vis-à-vis de l'objet de cette étude est respectée. Ainsi, il s'agit ici de confronter l'objet théoriquement prédéfini, dans la première partie, à la réalité des entreprises des pays de l'UEMOA cotées sur la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières constituée dans cette deuxième partie. La posture épistémologique est celle du paradigme post-positiviste.

Quant à l'objet ainsi que les objectifs de recherche, ils ambitionnent d'expliquer les relations observées entre les facteurs institutionnels (mesurés par l'indice de gouvernance et le climat des affaires du pays d'origine de l'entreprise cotée), le Business Model des entreprises et leurs performances. D'une autre façon, il s'agit d'interroger, de façon objective, les faits afin de mettre à l'épreuve de la réalité, les liens de causalité qui pourraient exister entre les concepts théoriques que sont les facteurs institutionnels, le Business Model et les performances.

De ce fait, cette seconde partie s'organise en deux chapitres. Son premier chapitre (Chapitre 3), est consacré au contexte institutionnel et les outils utilisés pour tester les liens précédemment décrits dans les objectifs de recherche, dans le contexte du marché boursier de l'UEMOA, les hypothèses, les modèles et de méthodes utilisés dans une logique hypothético-déductive. Le second chapitre de cette partie (Chapitre 4) se penche sur la présentation et la discussion des résultats issues du déploiement de la démarche scientifique adoptée en ce qui concerne cette thèse.

CHAPITRE 3 : Contexte institutionnel et méthodologie de la recherche

L'objectif de ce chapitre est de présenter la démarche adoptée pour répondre aux questions de recherche, il s'agit des choix méthodologiques de cette recherche, les interconnexions théoriques auxquelles renvoient les liens testés, dans le contexte des pays de l'UEMOA, notamment des entreprises cotées sur la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM). Ce chapitre permet de s'interroger sur un certain nombre de points pouvant porter aussi bien sur les données elles-mêmes que sur la valeur scientifique des résultats attendus.

Il s'agit de justifier la pertinence et l'importance de l'explicitation du positionnement épistémologique de la thèse et présenter les méthodes qui ont permis d'atteindre les objectifs spécifiques de la thèse. A cet effet, la première section de ce chapitre s'intéresse au contexte institutionnel, à la posture épistémologique, aux méthodes de collectes de données et aux variables utilisées. La présentation des variables a abouti au modèle de recherche et aux hypothèses selon la revue critique de la littérature.

La seconde section présente les modèles d'analyse et méthodes de tests empiriques. Il s'agit essentiellement des spécificités reconnues aux données de panel et surtout aux estimateurs dynamiques. Elle consiste donc à justifier les choix opérés dans les méthodes d'analyse pour garantir la fiabilité des résultats.

SECTION 1 : Contexte institutionnel, épistémologie, méthodes de collectes de données et variables utilisées

Le chercheur, qu'il soit sur le point de s'engager dans une recherche nouvelle ou qu'il soit en situation d'examiner une recherche déjà effectuée, il est amené à s'interroger sur un certain nombre de points pouvant porter aussi bien sur les données elles-mêmes que sur la valeur scientifique des résultats attendus ou obtenus. Un tel constat peut suffire pour justifier la pertinence et l'importance de l'explicitation du positionnement épistémologique des travaux de recherche (Mbengue et al., 1999). Ce positionnement épistémologique est lié au contexte de l'étude.

I- Contexte institutionnel, épistémologie orientée sciences de gestion, positionnement et design de la recherche

Cette rubrique présente l'évolution que la finance a connue et ayant conduit à la libéralisation du secteur financier puis les caractéristiques de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières d'une part, et d'autre part le positionnement épistémologique.

1- Contexte institutionnel

1-1- La nouvelle logique financière ayant conduit à la création de la BRVM

La question de la finance a connu des évolutions dans le temps. Elle a évolué de la passion spéculative des Hollandais pour les tulipes vers 1630, décrit par Mackay (1841) aux écrits de Bagehot (1866) dénonçant la folie des investisseurs et la malhonnêteté de quelques grands acteurs des scandales financiers majeurs de la seconde moitié du XIXe siècle, en passant par ceux d'Adam Smith dénonçant les phénomènes d'*overtrading* lors de la bulle des Mers du Sud. Zola (1891) dans une vision plus littéraire, saisit le comportement des agents de change face aux risques qui affectent la Bourse du XIXe siècle.

Cinquante-trois ans plus tard, Neumann et Morgenstern (1944) offrent une vision moins littéraire et plus scientifique de l'attitude des individus confrontés à la perception incertaine d'une somme monétaire. Ces auteurs ont décrit, dans leur célèbre théorie de l'utilité espérée selon laquelle « *des agents sont dotés d'une conscience claire et formalisée de leurs préférences, dont les choix sont transitifs et sont, en toutes circonstances, à même de calculer précisément la somme exacte qu'ils souhaitent recevoir en rémunération d'un risque donné* » (Rainelli-Le Montagner, 2006, p. 24). Cette vision de Neumann et Morgenstern (1944) va être la source de la théorie de la gestion de portefeuilles de Markowitz (1952) qui est l'élément

central de la finance traditionnelle, théorie si révolutionnaire qu'elle est appréhendée, aujourd'hui encore, comme la source de toute la théorie financière baptisée jusqu'à récemment de moderne. Il sera mis hors du champ de la finance les questions liées aux « anomalies ».

Mais, Walter (1996) va montrer que les racines de la finance moderne sont bien plus anciennes que les travaux de Markowitz. Selon cet auteur, c'est Bachelier (1900) qui, dans une thèse de mathématiques réalisée sous la direction d'Henri Poincaré qui a proposé le premier l'intuition qui fondera le paradigme moderne. L'idée, véritablement révolutionnaire, est la suivante : les variations de cours étant soumises à de très nombreux aléas, il est vain de chercher à prévoir l'évolution des prix des actions en Bourse.

Avec l'apparition d'une autre finance moderne, qui est un ensemble disparate regroupé sous l'appellation de « finance comportementale », la finance précédemment qualifiée de moderne prendra le qualificatif traditionnel. Diverses contributions d'auteurs montrent que l'ambition de la finance comportementale est de rendre compte des phénomènes observés sur les marchés financiers au moyen d'hypothèses hétérodoxes pour la finance traditionnelle (Bachelier, 1900; Barberis et al., 2001; Barberis et al., 2001; Daniel et al., 2000; Gervais & Odean, 2001; Kyle & Wang, 1997).

La finance comportementale va s'intéresser par ailleurs à des questions peu abordées par la finance classique, comme par exemple celle de la communication financière. Bloomfield (2002) tente d'expliquer la tentation de manipuler la comptabilité, en montrant empiriquement que l'information moins facilement accessible est moins rapidement révélée dans les prix. Alors, face à la grave crise de crédibilité des analystes financiers accusés d'avoir contribué à nourrir la bulle par des recommandations d'achat en regard des perspectives d'évolution des firmes concernées, nombre d'études mettent en évidence la porosité faisant apparaître des scandales financiers (Hong & Kubik, 2003; Michaely & Womack, 1999; Welch, 2000).

La nécessité de conservation d'une bonne relation par les analystes financiers et les dirigeants des sociétés qui constituent leur source d'information sera à l'origine d'une autre forme de conflit d'intérêts. La prise en compte des facteurs organisationnels devient alors capitale dans l'analyse du comportement et les choix des analystes financiers.

Outre la prise en compte des facteurs organisationnels, la finance comportementale ouvre aussi des pistes autour de la question de la régulation des marchés financiers en termes des obligations faites aux entreprises en matière de communication financière, du fonctionnement souhaitable des institutions financières et de l'ensemble du système financier ou même de l'organisation de la capitalisation des retraites. Elle appelle l'attention sur les comportements réels observés et remet en cause l'hypothèse de marchés revenant rapidement à l'équilibre par la grâce du

mécanisme de l'arbitrage (Rainelli-Le Montagner, 2006). Les différentes mutations observées ne sont pas sans conséquence sur les principes de fonctionnement de la finance et l'apparition de nouveaux acteurs dans le système.

De profondes transformations ont affecté les principes de fonctionnement de la finance. Ces transformations associent étroitement la libéralisation des systèmes financiers nationaux et l'intégration internationale qui sont profondément ancrées dans les structures économiques contemporaines (Aglietta & Brender, 1999). La prépondérance de l'influence qu'infligent les acteurs financiers que sont les investisseurs institutionnels, les actionnaires salariés, etc. imprime sa marque sur la concurrence dans la finance, sur l'allocation des capitaux et sur les comportements des entreprises. La globalisation financière agit sur les conditions de la croissance des économies. Elle s'accompagne aussi d'une instabilité endémique qui nourrit des crises financières récurrentes.

Ces crises accompagnent l'extension de la libéralisation financière dans les pays en développement. Ces transformations font prévaloir les principes de la finance de marché, une nouvelle logique financière par rapport à celle qui existait lorsque le financement de la croissance était assuré de façon prépondérante par le système bancaire. Les investisseurs institutionnels sont les acteurs dominants de cette nouvelle finance.

Les mécanismes financiers, de plus en plus sophistiqués, qui véhiculent les flux de capitaux tissent l'intégration financière de plus en plus serrée de l'économie des pays en développement. C'est ce qui a conduit à la création de la Bourse des Valeurs d'Abidjan qui s'est muée plus tard en Bourse Régionale des valeurs mobilières (BRVM) qui regroupe les pays de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA).

Ainsi, comme l'indique Aglietta & Brender (1999), la recherche d'une protection contre le risque principal détermine désormais les formes de l'innovation financière : instruments de protection de la valeur des patrimoines privés dans le régime des débiteurs ; instruments de diminution du coût des dettes et de transfert des risques dans le régime des créanciers. Les marchés de titres publics sont devenus les socles des marchés de capitaux : taux d'intérêt directeurs dans la formation des prix d'actifs, placement de référence dans les structures de portefeuilles diversifiés, avoirs refuge dans les épisodes de détérioration de la confiance.

Le problème central de la finance qui gouverne l'allocation du capital est de résoudre le conflit d'intérêts entre le besoin de liquidité des épargnants et la mobilisation des ressources nécessaires pour créer de la valeur. C'est le rôle majeur de l'approfondissement financier dans la croissance économique.

Mc Kinnon (1973) et Shaw (1973) se sont intéressés à la relation entre libéralisation financière, développement financier et croissance économique en mettant un accent sur l'importance de la libéralisation financière. La libéralisation du système financier favorise : une forte mobilisation de l'épargne, l'accroissement des investissements, l'amélioration de la qualité des investissements réalisés, etc.

Ce qui soulève la problématique du développement financier et de l'importance des institutions dans le développement financier qui a été largement discuté dans la littérature empirique. Les auteurs comme Kos à Mougnot et Kamajou (2016) qui ont étudié le rôle de la qualité des institutions dans les déterminants du développement financier dans les pays de la Zone Franc, Acemoglu et al., (2003) , Rajan et Zingales (2003), Siegel et Roe (2009), ont employé des techniques empiriques pour montrer le lien entre développement financier et certains facteurs institutionnels. Dans un modèle financier développé par Galindo et Micco (2004) et Galindo et Micco (2001), il peut être retenu que la profondeur du marché de crédit dépend de l'état de l'environnement légal prévalant sur ce dernier. Ils parviennent aux résultats qu'une amélioration efficace de la protection des droits des créiteurs réduit la volatilité du cycle de crédit, et a un effet positif sur la taille du marché de crédit. Les institutions légales sont très importantes dans la détermination de *l'allocation du capital* (Beck et al., 2003; Himmelberg et al., 2002).

Il devient alors une évidence empirique qu'une protection élevée et effective de l'investisseur réduit le coût du capital, améliore son allocation. Ces différents auteurs trouvent que tout niveau de développement financier accompagné des mécanismes d'application de contrats efficace favorise une allocation plus efficiente du capital. Ainsi, avec des systèmes légaux efficaces, les industries qui utilisent le plus de financement externe croissent plus vite.

1-2- Pays d'origine des sociétés de l'échantillon et caractéristiques de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM)

1-2-1- Pays d'origine des sociétés de l'échantillon

Les pays d'origine des sociétés de notre échantillon sont la Côte d'Ivoire où proviennent vingt-cinq (25) sociétés et le Sénégal qui est le pays d'origine de SONATEL. Si l'économie ivoirienne est aujourd'hui la plus forte de la Communauté Economique des Etats de l'Afrique de l'Ouest et demeure une destination privilégiée pour les investisseurs étrangers dans la région (UNCTAD, 2018), elle a néanmoins connu une période de grande incertitude de 2000 à 2010 du fait de la crise politique.

Pourtant, de 1960 à 1979, la croissance économique du pays reposait sur un recours massif aux investissements privés et publics combiné à une main d'œuvre étrangère. Le climat des affaires de cette époque était propice au développement du secteur manufacturier, notamment l'agro-industrie, les matériaux de construction ainsi que le secteur tertiaire (FMI, 2013). Selon le FMI, avec les crises successives et une certaine opacité dans la gestion des ressources publiques, le pays n'a donc pas pu bénéficier de l'amélioration significative des termes de l'échange depuis le début des années 2000 et ses indices de développement pour la plupart se sont retrouvés en dessous de la moyenne des pays de l'Afrique subsaharienne. Ainsi, la Côte d'Ivoire se retrouve en 2011 au 169^{ème} rang sur 183 pays dans le classement de la Banque Mondiale en ce qui concerne le climat des affaires et dans le groupe des 30 pays dans le monde qui se situent au bas de l'échelle en ce qui concerne la bonne gouvernance et la lutte contre la corruption.

Depuis 2011, l'économie du pays retrouve progressivement sa santé. Les principaux investisseurs qui interviennent dans ce pays sont l'Union Européenne (la France étant le 1^{er} investisseur) et le Canada. Les investissements sont principalement orientés vers les industries extractives et la finance. Le tableau suivant montre la comparaison internationale de la protection des investisseurs.

Tableau 4 : Comparaison internationale de la protection des investisseurs

	Côte d'Ivoire	Afrique sub-saharienne	Etats-Unis	Allemagne
Indice de transparence des transactions*	7,0	5,0	7,0	5,0
Indice de responsabilité des managers**	1,0	4,0	9,0	5,0
Indice du pouvoir des actionnaires***	5,0	5,0	4,0	8,0
Indice de protection des investisseurs****	4,0	4,3	6,5	6,0

Source : UNCTAD (2018).

*Note : *Plus l'index est grand, plus les transactions sont transparentes. **Plus l'index est grand, plus les managers sont personnellement responsables. *** Plus l'index est grand, plus les actionnaires ont le pouvoir de défendre leur droit. **** Plus l'index est grand, plus la protection des actionnaires est importante.*

En ce qui concerne le Sénégal, son économie est marquée par une prédominance du secteur informel qui concerne près de 70% des entreprises et représente plus de 60% du PIB, contre environ 25% et 33% dans les pays d'Asie ou d'Amérique latine et 16% au sein des pays de l'OCDE (DPI, 2016). La gestion des Finances publiques s'inscrit dans le cadre de la convergence macroéconomique instituée au sein de l'Union Economique et Monétaire Ouest-Africaine (UEMOA).

Le Sénégal a adopté, en novembre 2012, le Programme de Réforme de l'Environnement des Affaires et de la Compétitivité (PREAC) couvrant la période 2013-2015. La mise en œuvre de ce programme s'est focalisée sur trois points majeurs :

- les procédures administratives liées à l'investissement et au commerce ;
- la disponibilité des facteurs de production ;
- les principaux textes régissant l'environnement juridique et fiscal des affaires (code des impôts, code des douanes, code des procédures civiles, code mines et code des collectivités locales).

Grâce à la qualité des réformes, le Sénégal a enregistré un doublement de l'investissement privé entre 2000 et 2011 et une croissance moyenne de l'investissement privé supérieure à 6% entre 2012 et 2014. Cette bonne orientation est d'autant plus méritoire qu'elle survient dans un contexte de survenance de chocs exogènes liés aux crises financières, alimentaires et énergétiques des six (6) dernières années. Cet investissement est porté par les BTP, les télécommunications, les matières extractives, l'Agrobusiness et les autres services (tourisme, hôtellerie).

Les investissements directs étrangers (IDE) ont connu une forte expansion, passant de 58 milliards de FCFA en 2000, à 167 milliards en 2014, après un record historique de 221 milliards en 2008. Cet afflux provient de zones géographiques où les échanges commerciaux sont les plus intenses (France et Europe occidentale) (DPI, 2016).

1-2-2- Caractéristiques de la BRVM et de l'échantillon de l'étude

La Bourse Régionale des Valeurs Mobilières est un marché boursier commune à l'ensemble des huit (8) pays de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA) qui a démarré ces activités le 16 Septembre 1998 et placée sous la tutelle du Conseil Régional de l'Epargne Publique et des Marchés Financiers (CREPMF), organe de l'Union Monétaire Ouest Africaine (UMO), créé le 3 juillet 1996. Les premières sociétés qui l'ont animé sont celles

transférées de la bourse des valeurs d'Abidjan. Les chiffres clefs qui renseignent sur le marché sont présentés dans les tableaux et graphiques ci-après :

Tableau 5 : Evolution des opérations boursières de 1998 à 2015

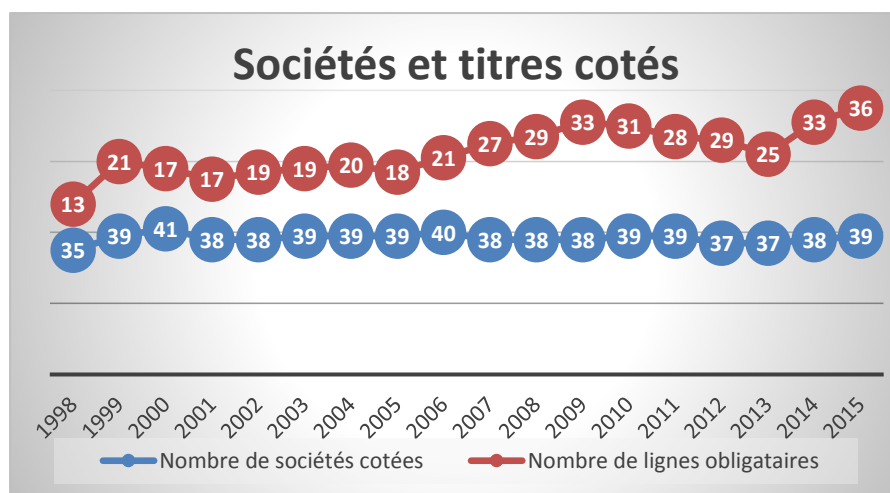
Année	Volume des transactions	Valeurs des transactions (milliards de FCFA)	Capitalisation Boursière (milliards de FCFA)	Marché des actions (milliards de FCFA)	Marché des obligations (Milliards de FCFA)
1998	489163	10,6	1018,9	1018,9	0
1999	4819593	53,6	1073,3	990,1	83,2
2000	1519193	36,9	948,3	828,1	120,2
2001	912193	12,6	976	857,9	118,1
2002	1015152	12,3	1010,5	852,4	158,1
2003	1118903	14,4	1108,38	858,14	250,24
2004	3025032	37,2	1283,64	1005,89	278,6
2005	1330416	20,6	1623,37	1297,08	409,15
2006	2781033	59,6	2476,17	2067,02	326,29
2007	9717973	68,2	4303,15	3725,1	578,05
2008	35468951	158,43	3851,37	3336,65	514,72
2009	31732630	111,79	3331	2807,75	523,25
2010	31646365	111,24	3928,65	3471,19	457,46
2011	21919489	81,29	3875,15	3117,13	698,02
2012	40919502	145,99	4863,19	4031,38	831,81
2013	65664659	193,5	6706,25	5633,47	1072,78
2014	11409892	227,13	7458,7	6319,7	1139
2015	114013071	335,91	9078,9	7499,66	1579,24

Source : Base de données financières de la BRVM (2017)

Les différentes opérations boursières ont connu une baisse, entre 1998 et 2002 avant de reprendre une progression jusqu'en 2007. Elles ont connu une baisse, de manière globale, à partir de 2007 jusqu'à la fin de 2011, temps à partir duquel elles se sont orientées à la hausse comme c'est le cas avec les indices boursiers. La capitalisation du marché des actions a doublé en quatre ans, passant de 3 177,13 milliards de FCFA en fin 2011 à environ 7 500 milliards au 31 décembre 2015.

Le marché obligataire a suivi la même tendance pour atteindre une capitalisation de 1 579,24 milliards de FCFA au 31 décembre 2015. Le volume des transactions de la BRVM a triplé entre 2011 et 2015, sous l'effet conjugué du passage à la cotation en continu, de la baisse des tarifs et des retombées des actions de promotion auprès des investisseurs régionaux et internationaux.

Figure 8 : Evolution du nombre de sociétés et titres cotés de 1998 à 2015



Source : Réalisée à partir de la base de données financières de la BRVM, 2017.

Le nombre d'obligations cotées sur le marché de la BRVM a varié de 1998 à 2015 entre 13 et 36. Ces titres ont connu une légère augmentation entre 1998 et 2010 avant de connaître une légère baisse en 2011. Ces titres ont repris leurs progressions à partir de 2012. En ce qui concerne le marché des actions, le nombre de sociétés cotées n'a pas connu une augmentation extraordinaire depuis le transfert des sociétés cotées sur la bourse des valeurs d'Abidjan vers la BRVM. La bourse a démarré par les transactions relatives avec douze (12) sociétés sur un total de trente et cinq (35) sociétés transférées de l'ancienne Bourse des Valeurs d'Abidjan (BVA). En moyenne, exceptées les radiations, environ 38 sociétés ont animé le marché des actions jusqu'à ce jour.

En ce qui concerne les sociétés de l'échantillon de l'étude, elles sont de différents secteurs réparties en deux groupes selon l'importance du Total Actif (Secteur agricole ou non). Le tableau suivant renseigne sur la répartition par secteur de ces dernières.

Tableau 6 : Tableau de répartition des sociétés de l'échantillon d'étude

	Secteurs selon la BRVM	Nombre de sociétés	Sous-total
Secteurs autres que l'agriculture	Industrie	12	22
	Distribution	5	
	Service public	3	
	Transport	2	
Agriculture	Agriculture	4	4
Total		26	26

Source : Auteur

Seules quatre sociétés sont du secteur de l'agriculture. Elles disposent d'un total actif moyen faible et sont vulnérables au changement climatique. Ces sociétés sont caractérisées par le contrôle de grands groupes étrangers avec un actionnariat fortement concentré. Le tableau ci-après montre, en moyenne, les proportions détenues par les quatre (4) premiers actionnaires majoritaires des 26 sociétés non-financières considérées par cette thèse. On note qu'en moyenne, les premiers actionnaires détiennent 65,21346% du capital. Le groupe qui détient le moins d'actions dispose 35,81% du capital et le groupe détenant plus d'actions à 95,85% du capital. Les deuxièmes, les troisièmes et les quatrièmes actionnaires détiennent, en moyenne, respectivement 7,86385% ; 6,21346% et 0,72692% du capital des sociétés.

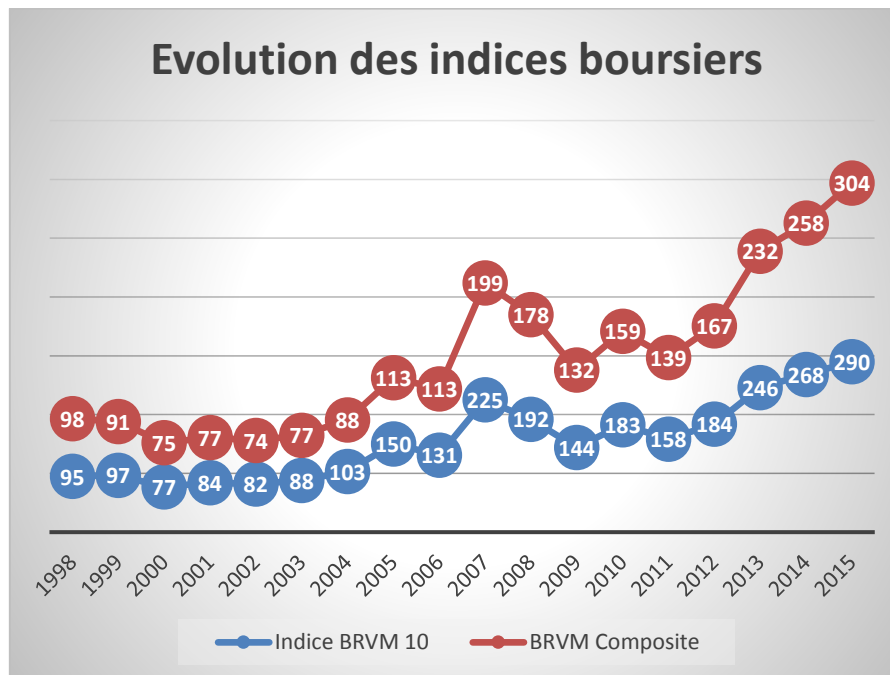
Tableau 7 : Répartition du capital entre les quatre premiers actionnaires des sociétés de l'échantillon de l'étude

Variable	Obs.	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Maximum
Premier	390	0,6521346	0,1762161	0,3581	0,9585
Deuxième	390	0,0786385	0,0924745	0	0,2716
Troisième	390	0,0621346	0,0328913	0	0,105
Quatrième	390	0,0072692	0,020532	0	0,0787

Source : Auteur

Il faut noter également que la part moyenne du capital coté sur le marché de la BRVM est de 20,70308%. Le capital flottant le plus petit est 4,12% et le plus grand est 48,7%. Deux groupes de sociétés animent le marché. Les sociétés de la BRVM10 et les sociétés de la BRVM composite. Le graphique suivant représente l'évolution des indices BRVM10 et BRVM composite.

Figure 9 : Evolution des indices boursiers de 1998 à 2015



Source : A partir de la Base de données financières de la BRVM

Après, la période transfert des 35 sociétés de la Bourse des Valeurs d'Abidjan, les indices de référence ont connu une baisse, entre 1998 et 2002 avant de reprendre une progression jusqu'en 2007. Ils ont connu une baisse à partir de 2007 jusqu'à la fin de 2011, temps à partir duquel ils ont connu une montée. L'indice BRVM 10 a enregistré une progression de 8,54 % en passant de 267,53 au 31 décembre 2014 à 290,38 points au 31 décembre 2015. L'indice BRVM Composite, pour sa part, a gagné 17,77 % à 303,93 points le 31 décembre 2015, contre 258,08 points au 31 décembre 2014. Plusieurs transactions sont réalisées sur le marché de la BRVM depuis 1998, le tableau ci-après retrace l'évolution de ces transactions.

2- Position épistémologique et dimension post-positiviste de la recherche

Aujourd'hui, la conception normative de l'épistémologie tend à s'effacer au profit d'une conception plus ouverte qui la considère comme une activité réflexive qui porte sur la manière dont les connaissances sont produites et justifiées. Piaget (1967) va alors définir l'épistémologie comme l'étude de la constitution des connaissances valables.

Tout travail de recherche repose sur une certaine vision du monde, utilise une méthodologie, propose des résultats visant à comprendre, expliquer, prédire ou transformer. Une explication de ces présupposés épistémologiques permet de contrôler la démarche de recherche, d'accroître

la valeur de la connaissance qui en est issue, mais également de mieux saisir nombre de débats entre courants théoriques en management (Thiétart & al., 2014).

La réflexion épistémologique, en ce qu'elle invite à expliciter les présupposés et justifier les choix effectués à ces différentes étapes, est en outre un puissant outil d'innovation pour la recherche en permettant de dépasser la simple recherche de cohérence entre l'analyse et les objets de cette analyse. Cette posture réflexive offre au chercheur les outils d'une pratique scientifique consciente d'elle-même et contrôlée, « pour lutter contre les contraintes de l'espace théorique du moment et pour dépasser les prétendues incompatibilités, les prétendues oppositions, les prétendues voies inconciliables » (Bourdieu, 1987).

Devant un problème de recherche, la question qui se pose est : quels sont les types de recherche conformes au chercheur en gestion ? La détermination du type de recherche est considérée en fonction du statut philosophique et épistémologique concernant la nature du monde et comment il est appréhendé. L'objectif du chercheur est d'adopter une approche qui lui permet d'atteindre un objectif, de trouver une “ solution ” d'une situation ou d'un problème qui lui fait face : le syndrome de la vérité et de l'explication parfaite.

La production d'une raison ou d'une vérité pure est dans le fond du débat philosophique et méthodologique concernant la place du chercheur dans les paradigmes philosophiques et donc sur quels fondements il prend appui. Afin d'identifier la position philosophique du chercheur, il est essentiel de voir dans quel positionnement il se situe par rapport aux paradigmes majeurs qui peuvent englober la vision du chercheur du monde (Bourdieu & Wacquant, 1992; Gill & Johnson, 2010).

Pour Bryman (1988), une vision de la recherche peut être vue sous le paradigme qualitatif versus quantitatif, une deuxième position est centrée sur deux traditions : positivisme et phénoménologie. Meredith et al. (1989) voient le choix épistémologique être entre une approche rationnelle ou bien existentielle, de même, il peut être extrapolé un continuum entre un déterminisme matériel (empirique) et un déterminisme mental (rationalisme) qui est similaire à une position positiviste versus phénoménologiste. Il peut être vu dans la littérature, nous pouvons voir l'existence d'une vue unique des paradigmes quantitatifs, tandis qu'elle nous montre l'existence d'au moins quatre paradigmes dans une recherche qualitative, de la position objective à la subjective adoptent un schéma similaire en distinguant quatre perspectives à savoir : axiomatique, logique positiviste/empirique, interprétative et théorie critique (Meredith et al., 1989).

Cette distinction, entre qualitatif versus quantitatif, est la conséquence du dualisme sujet/objet. Les deux approches correspondent, en fait, à des niveaux de recherche différents dans

l'appréhension des caractéristiques structurelles des organisations. En effet, en se focalisant sur l'objet, l'intérêt est plutôt porté sur la structure organisationnelle, cependant en se focalisant sur le sujet, l'intérêt est davantage porté sur l'individu au sein de l'organisation (Chevalier-Kuzla, 2001). Ces deux approches sont toutes deux utiles à la compréhension de la complexité sociale au sein de l'organisation (Giddens, 1987).

Dans une position, positiviste/rationaliste (Le Moigne, 1994), le monde est externe à l'individu. On insiste, dans cette position sur les faits observables afin de valider l'approche ou le raisonnement théorique élaboré. Ainsi, la vérité est regardée d'un point de vue objectif comme produit de la pure raison. Dans une perspective constructiviste ou bien phénoménologique/existentielle (Le Moigne, 1994), le monde est considéré comme construit social et comme le produit des intuitions et du "feeling" déterminés par les individus. Pour ce courant de pensée, il n'y a pas de critère efficace de la vérité scientifique. Ainsi, la recherche se définit à travers l'action et les interventions des acteurs par le biais de leurs processus cognitifs.

Cette opposition entre paradigmes est décrite dans la théorie sociale (Chevalier-Kuzla, 2001) entre une orientation individu et une orientation sujet. Si nous reprenons sa définition des théories sociales : "Les théories sociales ont pour but de saisir la nature de l'action humaine et de conceptualiser l'action collective et ses relations avec les institutions et l'environnement". Centré sur l'objet dans l'étude des interactions sociales, différents courants montrent que les structures sociales et les contraintes externes déterminent le comportement humain (le fonctionnalisme, le structuralisme et la théorie des systèmes au début). D'autres approches, à l'opposé, sont centrées sur le sujet dans l'analyse de sa conduite et de son schéma d'interprétation et motivation propre.

Dans ce cadre, structure et contraintes externes sont secondaires, le sujet se trouve au centre de l'explication. L'herméneutique l'interprétativisme et l'humanisme radical sont fondés sur une telle position épistémologique. Les théories interprétatives cherchaient à dépasser un cadre de recherche fortement imprégné des théories structuro-fonctionnalistes en focalisant l'attention sur les schémas d'interprétation des individus. Selon elles, les pratiques de gestion sont construites par les acteurs sociaux et, par conséquent, peuvent être modifiées par ces derniers. C'est dans cette logique que se situe cette thèse.

Bryman (1988) décrit la recherche qualitative comme étant étayée par un modèle naturel de la science. A l'extrême, la recherche quantitative adopte une approche déductive, qui permet de tester des hypothèses dans le but de bâtir une base de connaissance dans la sphère des intérêts. Les méthodes quantitatives peuvent être vues comme un processus d'observation avec une

collection des données qui finissent par un processus de contrôle de laboratoire ou par une méthode d'enquête. La validité d'une approche de recherche quantitative est jugée être obtenue à travers une logique d'approche structurée commune (Popper, 1959).

Les concepts sont examinés et testés par l'énonciation des variables qui sont observables, tangibles et clairement définies. Le test de causalité entre les variables est effectué à travers des indicateurs de contrôle qui permettent de décliner en bas les procédures et les protocoles. Ainsi, les résultats de la recherche sont évalués en termes de validité du processus de recherche (la scientificité de la méthode). L'habilité à répliquer et donc à vérifier une recherche quantitative est regardée comme un indicateur critique de la validité de la recherche (Popper, 1959).

L'approche qualitative est au contraire dans l'extrême concernée par le constructionisme, l'interprétation et la perception, moins qu'une identification d'une vérité rationnelle ou objective. Une insistance sur la construction sociale de la nature de la réalité.

De manière synthétique, en sciences de gestion, deux exigences peuvent être retenues. Le réalisme et le constructivisme. Il existe des démarcations entre ces deux exigences. Ces démarcations se déplacent, s'aménagent, se recomposent et parfois s'entremêlent au gré des débats épistémologiques. Le tableau suivant présente les orientations et tensions épistémologiques.

Tableau 8 : Orientation et tensions épistémologiques

Orientations	Réalisme	Constructivisme
La question ontologique Qu'est-ce que la réalité ?	Essentialisme	Non-essentialisme
La question épistémique Qu'est-ce que la connaissance	Objectivisme	Relativisme
La question méthodologique Quels sont les critères de la connaissance valable	Correspondance	Adéquation
La question axiologique La connaissance est-elle sans effet ?	Autonomie	Performativité

Source : (Thiétart & al., 2014)

En première analyse, l'orientation réaliste peut se définir, à partir des caractéristiques saillantes du modèle porté par les sciences de la nature. Cette orientation défend l'idée que la science a pour visée d'établir une connaissance valide de la réalité (objet de connaissance) qui est

indépendante et extérieur aux chercheurs (sujet de connaissance). Cependant, la succession des labels autour de la matrice du positivisme (empirisme logique, post-positivisme, néo-positivisme) rend compte des amendements successifs apportés à cette conception. Le réalisme critique développé plus récemment (Archer, 1998; Bhaskar, 1978) formule une proposition épistémologique qui rencontre un écho important dans le champ des sciences sociales (Steinmetz, 2005) et plus particulièrement dans la recherche en management (Reed, 2005).

L'orientation constructiviste est portée par les référentiels des sciences sociales et des sciences de l'ingénieur qui remettent en cause le caractère unitaire de la science et du projet de démarcation entre science et non-science qui le sous-tend. Elle répond par la négative à la question suivante : peut-on considérer tous les objets de connaissances scientifiques comme des objets naturels ? L'orientation constructiviste pose que la réalité et/ou la connaissance de cette réalité est construite. Les paradigmes comme l'interprétativisme, le postmodernisme et le constructivisme ingénierique, qui s'inscrivent dans cette orientation ne partagent cependant pas nécessairement une même conception des ressorts de cette construction et du statut de la connaissance à laquelle le chercheur peut prétendre (Thiétart & al., 2014). Cette thèse tient une philosophie déterministe dans laquelle les causes (probablement) déterminent des effets ou des résultats. Elle s'inscrit dans une logique post-positiviste.

La recherche quantitative est une approche pour tester les théories objectives en examinant la relation entre les variables. Ces variables, à leur tour, peuvent être mesurées, typiquement par des instruments, de sorte que les données peuvent être analysées en utilisant des procédures statistiques. Le rapport final écrit à une structure établie consistant en l'introduction, la littérature et la théorie, les méthodes, les résultats et la discussion (Creswell, 2013). Comme les chercheurs qualitatifs, ceux qui se livrent à cette forme d'enquête ont des hypothèses sur les théories de test déductive, la construction de protections contre les biais, le contrôle des explications alternatives, et être capable de généraliser et reproduire les résultats.

Les hypothèses post-positivistes ont représenté la forme traditionnelle de la recherche, et ces hypothèses tiennent davantage à la recherche quantitative qu'à la recherche qualitative. Cette vision du monde est parfois appelée la méthode scientifique, ou la recherche scientifique. Elle est aussi appelée recherche positiviste / post-positiviste, science empirique et post-positivisme. Ce dernier terme s'appelle post-positivisme car il représente la pensée après le positivisme, remettant en question la notion traditionnelle de la vérité absolue de la connaissance (Phillips et Burbules, 2000) et reconnaissant que nous ne pouvons être positifs sur nos prétentions de savoir en étudiant le comportement et actions des humains.

La tradition post-positiviste vient des écrivains du XIX^e siècle, tels que Comte, Mill, Durkheim, Newton et Locke (Smith, 1983) et plus récemment des écrivains tels que Phillips et Burbules (2000). Les post-positivistes tiennent une philosophie déterministe dans laquelle les causes (probablement) déterminent des effets ou des résultats, comme c'est le cas dans cette thèse.

Il est également réductionniste dans la mesure où l'intention est de réduire les idées en un petit ensemble discret à tester, comme les variables qui comprennent les hypothèses et les questions de recherche. La connaissance qui se développe à travers une lentille post-positiviste est basée sur l'observation attentive et la mesure de la réalité objective qui existe « là-bas » dans le monde (Creswell, 2013).

Ainsi, le développement des mesures numériques des observations et l'étude du comportement des individus deviennent primordiaux pour un post-positiviste. Enfin, il existe des lois ou des théories, comme les indices de gouvernance d'entreprise, qui régissent le monde, qui doivent être testés ou vérifiés et affinés afin que nous puissions comprendre le monde.

Ainsi, dans la méthode scientifique, l'approche de la recherche acceptée par les post-positivistes, un chercheur commence par une théorie, recueille des données qui appuient ou réfutent la théorie, puis font les révisions nécessaires et conduisent des tests supplémentaires. Comme l'a notifié North (1993), les facteurs institutionnels à la manière du Business Model pourraient déterminer le niveau de performance des entreprises.

Ce sont les effets de ces facteurs sur les performances des entreprises cotées sur la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières que cette thèse cherche à étudier. Elle s'inscrit ainsi dans une logique post-positiviste. Sur la base des traitements statistiques élaborés dans cette thèse, elle s'inscrit également dans une approche quantitative. Il est souvent constaté une distinction entre les données qualitatives et les données quantitatives. Les données qualitatives se présentent en termes de mots au lieu des chiffres (Miles & Huberman, 2003).

Thiétart et al. (2014) notifient néanmoins que la nature de la donnée ne dicte pas forcément un mode de traitement identique. Selon ces auteurs, le chercheur peut très bien procéder, par exemple, à un traitement statistique et, par conséquent, quantitatif avec des variables nominales. De la même manière, les données quantitatives collectées avec des échelles d'intervalles ou des échelles cardinales faibles et de proportion peuvent être hiérarchisés en fonction de la qualité de leurs propriétés mathématiques.

Il ne faut donc pas confondre les données qualitatives et les données quantitatives avec les études portant sur le même vocable (Evrard et al., 2009). La question qui se pose au chercheur réside dans le choix de l'approche qu'il va mettre en œuvre pour collecter et analyser les

données. En d'autres termes, comment va-t-il aborder la dimension empirique de sa recherche ?
Le tableau suivant permet de faire une meilleure distinction.

Tableau 9 : Type d'opérations et types de données

Opérations permises	Données qualitatives Echelles non métriques		Données quantitatives Echelles métriques	
	Nominales	Ordinales	Intervalle	Proportion
Comparaison de base	Oui	Oui	Oui	Oui
Identification, appartenance, Classement ordonné,	-	Oui	Oui	Oui
Rapport de différences,	-	-	Oui	Oui
Rapport de grandeur absolue	-	-	-	Oui
Tendance centrale				
Mode	Oui	Oui	Oui	Oui
Médiane	-	Oui	Oui	Oui
Moyenne	-	-	Oui	Oui
Dispersion				
Ecart interquartiles	-	Oui	Oui	Oui
Variance écart type	-	-	Oui	Oui

Source : (Thiéart & al., 2014, p. 121)

Compte tenu des impératifs de rigueur et de précision qui caractérisent les techniques statistiques utilisées dans cette thèse, elles plaident pour une grande garantie d'objectivité. Il n'est donc pas surprenant que l'approche quantitative adoptée soit ancrée dans le paradigme positiviste.

Cette thèse étudie le lien entre les facteurs institutionnels et le Business Model des entreprises d'une part, et les performances des entreprises dans un contexte de cotation d'autre part. Bayala (2012), s'intéressant aux introductions en bourse et aux caractéristiques des sociétés cotées sur la bourse régionale des valeurs mobilières, montre qu'il existe une relation entre les autorités du marché et les entreprises non cotées d'une part, et les entreprises cotées d'autre part. L'entreprise cotée est donc influencée par son cadre institutionnel. Ainsi, ces entreprises sont influencées par les standards et les règles des institutions formelles réglementaires, légales, normatives et professionnelles selon le principe de la modernité (Issa, 2014). Selon Issa (2014), la source de financement joue un rôle significatif, mais pas absolu, dans la conceptualisation et l'évolution des principes du Business Model des entreprises de l'Afrique de l'Ouest. Ces deux objets théoriques déterminent les performances des entreprises. Aucune étude empirique ne plaide en faveur des effets combinés des facteurs institutionnels et du Business Model sur les performances des entreprises dans un contexte de cotation dans marché des pays en développement. Cette recherche se donne donc pour objet d'étudier le lien entre le cadre institutionnel, le Business Model et les performances des entreprises cotées sur la BRVM.

Cette étude portant sur les entreprises cotées sur la BRVM présente un caractère relatif, elle s'applique au contexte des pays de l'UEMOA. Les entreprises cotées sur la BRVM héritent de la réalité institutionnelle de la région. Comme le notifie Bayala (2012), elles évoluent dans une interrelation avec les autorités du marché et les entreprises non cotées. Les marchés africains sont caractérisés par un faible niveau d'instruction des investisseurs qui se trouvent moins informés ; ce qui limite la participation de ces derniers à leur animation (Afego, 2015).

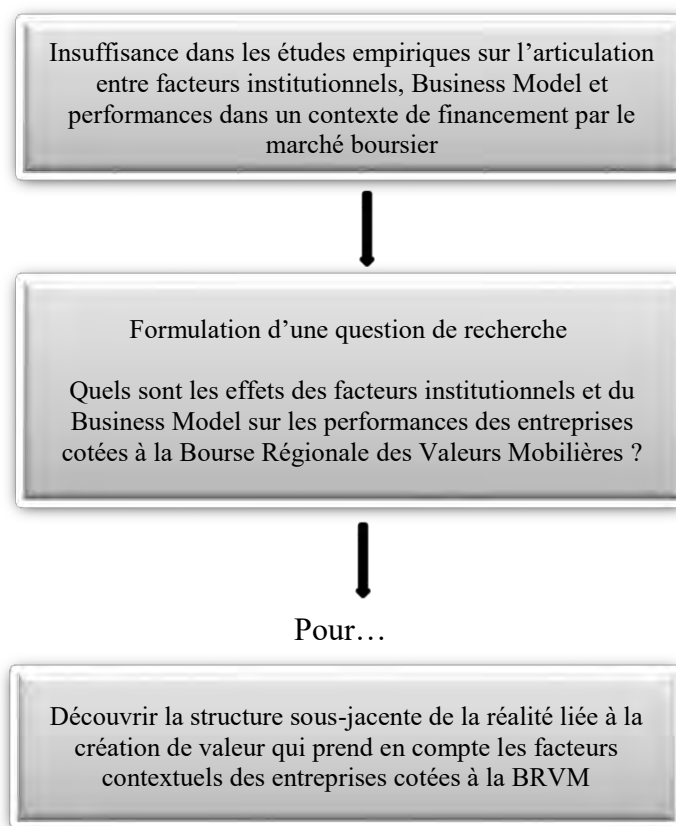
Ceci justifie une thèse délimitée par le champ régional et les facteurs qui lui sont propres. Elle s'inscrit en effet dans une logique post-positiviste ou positiviste aménagée. Les hypothèses post-positivistes ont représenté la forme traditionnelle de la recherche, et ces hypothèses tiennent davantage à la recherche quantitative qu'à la recherche qualitative.

Cette vision du monde est parfois appelée la méthode scientifique, ou la recherche scientifique. Elle est aussi appelée recherche positiviste / post-positiviste, science empirique et post-positivisme. Ce dernier terme est appelé post-positivisme parce qu'il représente la pensée après le positivisme, remettant en question la notion traditionnelle de la vérité absolue de la connaissance (Phillips & Burbules, 2000).

Les post-positivistes ont une philosophie déterministe dans laquelle les causes déterminent (probablement) des effets ou les résultats. Ainsi, les problèmes étudiés par les post-positivistes reflètent la nécessité d'identifier et d'évaluer les causes qui influencent les résultats, tels que trouvés dans les expériences. Il est également réductionniste en ce que l'intention est de réduire les idées dans un petit ensemble discret à tester, telles que les variables qui comprennent des hypothèses et des questions de recherche (Creswell, 2013).

Les épistémologies réalistes contemporaines s'écartent de la vision idéaliste de la science et de la vérité. Les objets qui sont étudiés en science sociale évoluent dans ou sont constitués par des systèmes non fermés, mais ouverts pouvant difficilement être reproduits en laboratoire (Thiéart & al., 2014). Les résultats de cette recherche visent ainsi à combler les insuffisances et améliorer les connaissances par rapport à l'articulation facteurs institutionnels, Business Model et performances des entreprises cotées sur la BRVM (cf. illustration suivante).

Figure 10 : Construction de l'objet de la recherche dans l'approche post-positiviste



Source : Adaptée de Thiétart et *al.* (2014, p.55)

3- Design de la recherche

Le design de la recherche, encore appelé architecture de la recherche, est la trame qui permet de fédérer la problématique, la revue de la littérature, les données, l'analyse et les résultats. Il représente l'élément important de tout projet de recherche empirique, quels que soient l'objet de recherche et le point vue méthodologique choisis (Grunow, 1995).

À la fin du 19^{ème} siècle et tout au long du XX^e siècle, les stratégies d'enquête associées à la recherche quantitative étaient celles qui invoquaient la vision du monde post-positiviste et qui provenaient principalement de la psychologie (Creswell, 2013). Celles-ci comprennent les expériences vraies et les expériences moins rigoureuses appelées « quasi-expérimentation » (Campbell & Stanley, 1963). Une étude expérimentale supplémentaire consiste à appliquer une analyse comportementale ou des expériences à un seul sujet dans lesquelles un traitement expérimental est administré au fil du temps à un seul individu ou à un petit nombre d'individus (Cooper et al., 2007). Un type de recherche quantitative non expérimentale est la recherche

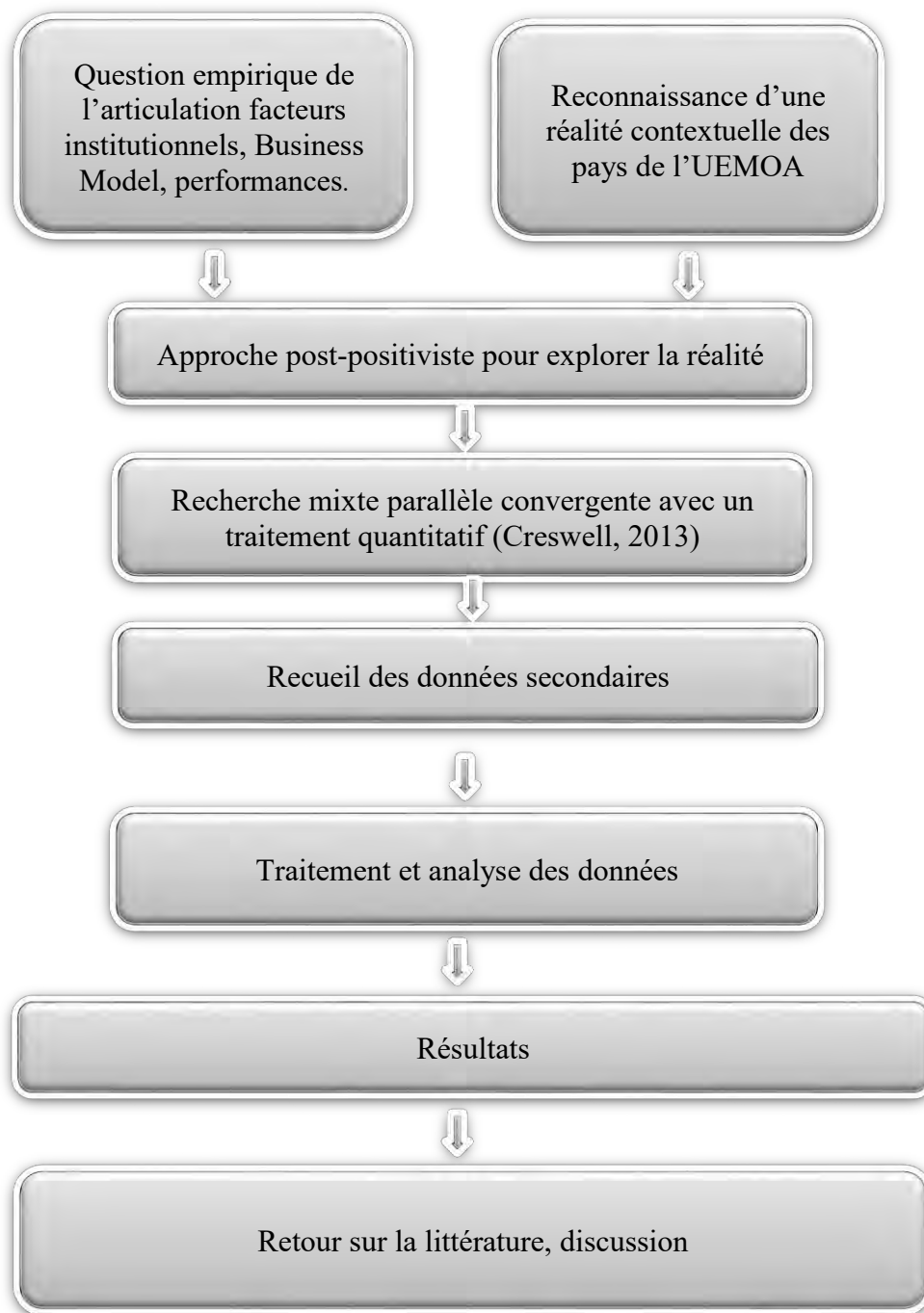
causale comparative dans laquelle l'investigateur compare deux ou plusieurs groupes en termes de cause (ou variable indépendante).

Une autre forme de recherche non expérimentale est la conception corrélative dans laquelle les enquêteurs utilisent la statistique corrélative pour décrire et mesurer le degré ou l'association (ou relation) entre deux ou plusieurs variables ou ensembles de scores (Creswell, 2012). Ces conceptions ont été élaborées en relations plus complexes entre les variables trouvées dans les techniques de modélisation d'équations structurelles, de modélisation linéaire hiérarchique et de régression logistique (Creswell, 2013).

La conception d'un énoncé quantitatif des objectifs de recherche comprend les variables de l'étude et leur relation, les participants et le site de recherche. Il comprend également la langue associée à la recherche quantitative et les tests déductifs des relations ou des théories. Un énoncé quantitatif des objectifs commence par l'identification des principales variables proposées dans une étude (indépendante, intervenante, dépendante), accompagnée d'un modèle visuel permettant d'identifier clairement cette séquence et de localiser et préciser comment les variables seront mesurées ou observées. Enfin, l'intention d'utiliser les variables quantitativement sera typiquement soit pour relier des variables, comme on le trouve habituellement dans une enquête, soit pour comparer des échantillons ou des groupes en termes de résultat, comme on le trouve couramment dans les expériences.

Le design de cette recherche consacre le niveau épistémologique et méthodologique, puis il présente les étapes importantes de la conduite du travail. Grunow (1995), définit le design de la recherche comme un outil qui permet d'articuler les différents éléments d'une recherche. Il permet d'apprécier la cohérence des composantes de l'ensemble du protocole (Royer & Zarlowski, 2003). Le schéma suivant présente le design de la recherche.

Figure 11 : Design de la recherche



Source : Auteur

II- Source de données et opérationnalisation des variables

1- Données utilisées et leurs méthodes de collecte

La première catégorie de données est relative à celles issues des états financiers. Les informations qui y sont contenues sont des mesures de la réalité considérées comme objectives. La deuxième catégorie est le résultat des interprétations des rapports trimestriels, semestriels et annuels. Ces données peuvent être considérées comme objectives (recherche documentaire). Les « données » sont traditionnellement perçues comme les prémisses des théories. Les chercheurs recherchent et rassemblent les données dont le traitement par une instrumentation méthodique va produire des résultats et améliorer, ou renouveler, les théories existantes. Elles sont à la fois le médium et la finalité permanente (Thiéart & al., 2014).

1-1- Les données secondaires et la méthode collecte utilisée.

Les données secondaires, à l'opposé des données primaires, sont des données recueillies par d'autres, à un moment donné, pour un objectif précis, selon une certaine méthodologie et disponibles au moment de l'analyse. L'utilisation de ce type de données offre certainement, des avantages au chercheur.

En effet, ces données secondaires sont facilement accessibles et sont considérées comme peu onéreuses. De plus, elles permettent, selon Mayrhofer (2007), d'éviter les biais dus à la récolte de données (questions posées, biais de mesure, etc.). Lorsqu'elles proviennent de sources sûres, ces données constituent une assurance de qualité quant à la représentativité de l'échantillon et aux procédures rigoureuses de recueil et d'analyse. De surcroît, leur utilisation offre au chercheur l'opportunité de mener des comparaisons longitudinales (dans le temps) et/ou géographiques. Les données secondaires font également l'objet d'un certain nombre d'idées reçues quant à leur statut ontologique, leur impact sur la validité interne ou externe, leur accessibilité et leur flexibilité.

La plus tenace d'entre elles concerne sans doute leur statut ontologique. Parce qu'elles sont formalisées et publiées, les données secondaires se voient attribuer un statut de « vérité » souvent exagéré. Leur objectivité est prise pour argent comptant, et leur fiabilité est assimilée à la réputation de leur support. Ainsi, on accorde une intégrité plus grande à une information institutionnelle qu'à une information privée de source discrétionnaire, sans même s'interroger

sur les conditions de production de ces différentes données (Thiétart & al., 2014). Face à ces avantages, l'utilisation des données secondaires implique toutefois, certains risques.

La théorisation qui est issue de données uniquement secondaires a-t-elle un statut scientifique moindre de celle qui est « ancrée » dans le terrain par le chercheur lui-même ? Thiétart et al. (2014) affirment qu'à dire vrai, beaucoup de chercheurs en sciences sociales ont tendance à répondre par l'affirmative, critiquant vertement leurs collègues qui théorisent à partir des données des autres.

Mais Webb et Weick (1979) observent que c'est un principe souvent considéré comme allant de soi. Selon ces derniers, les données ne peuvent pas être utilisées en dehors du projet qui en a justifié leur collecte. Ces données sont souvent agrégées et masquent de ce fait, certains détails. Mayrhofer (2007) en déduit alors qu'elles « permettent rarement de répondre avec précision au problème posé ». Aussi, il est révélé le risque d'une difficulté à contrôler la qualité des données disponibles et leur adéquation avec l'utilisation que l'on souhaite. Il est signalé également, le risque de l'absence de certaines variables ou dimensions nécessaires à la recherche.

Dans ce cadre, Baumard et al. (2003) attribuent aux données secondaires une limite liée à l'incomplétude, ambiguïté ou contradictions entre les données collectées. Il est ajouté finalement, le risque que certaines définitions ou méthodes de mesure des variables ou données changent courant la période de l'étude. Malgré ces risques et limites inhérents à ce type de données, cette recherche est basée sur des données secondaires, vu qu'elles répondent le mieux à notre objectif de faire une étude longitudinale. La qualité et de la fiabilité des données dans le cadre de cette recherche sont assurées par le sens de rigueur et d'éthique auquel appel a été fait.

En définitive, le choix entre données primaires ou données secondaires doit être ramené à un ensemble de dimensions simples : leur statut ontologique, leur possible impact sur la validité interne et externe de la recherche, leur recevabilité et leur flexibilité. Le tableau suivant résume quelques idées reçues sur les données secondaires.

Tableau 10 : Idées reçues sur les données secondaires

	Idées reçues	Implications directes et indirecte
Quant à leur statut ontologique	Les données secondaires ont un statut de vérité supérieur aux données primaires car elles ont été formalisées et publiées.	-On ne s'interroge pas sur la finalité et les conditions de recueil et traitement initiaux. -On oublie les limitations que les auteurs avaient attachées aux données qu'ils avaient produites. -On reprend des propositions et on leur attribue le statut vérité
Quant à leur impact sur la validité interne	Le statut ontologique de véracité des données secondaires offre une maîtrise de la validité interne.	-L'intégration de donnée disponibles peut conduire à négliger la robustesse des construits de la recherche. Le chercheur « externalise » le risque de validité interne (excès de confiance)
Quant à leur impact sur la validité externe	L'établissement de la validité externe de la recherche est facilité par la comparaison avec les données secondaires.	-L'établissement de la validité externe peut être biaisé par l'excès de confiance dans les données secondaires. -Le chercheur conclut à une généralisation excessive de ses résultats.
Quant à leur accessibilité	Les données secondaires sont disponibles et facilement accessibles.	-La plus grande accessibilité peut donner au chercheur le sentiment de complétude, tandis que sa base de données est incomplète.
Quant à leur flexibilité	Les données secondaires sont peu flexibles, donc plus fiables car moins manipulables.	-Croyance naïve : la formalisation des données secondaires ne gage pas de leur pérennité. Les données manquent d'actualisation et subissent un biais de maturation.

Source : (Thiétart & al., 2014).

L'étude des documents constitue l'un des outils de travail du chercheur (De Ketele & Roegiers, 2009). La méthode utilisée, pour la collecte des données, dans le cadre de cette thèse est la méthode des traceurs qui est une méthode qualitative de cueillette et de sélection d'informations et un moyen d'identification des principaux participants d'une situation organisationnelle (Paquette, 2005).

Elle est une méthode qui vise, selon l'auteur, à mettre en évidence des processus qui se déroulent dans une organisation à partir de repères qui se trouvent naturellement dans cette organisation. Ces repères peuvent être des documents écrits tels qu'un plan, un devis, un rapport, une note de service ou d'autres types d'objets qui circulent entre les personnes au sein de l'organisation. Ses principales caractéristiques s'énoncent ainsi :

- Elle comprend toujours l'identification d'un ou de plusieurs repères qui sont utilisés comme moyen pour centrer l'attention du chercheur ;

- Elle cherche à mettre en évidence des processus et à décrire des activités ;
- Elle comporte toujours une dimension temporelle ;
- Elle concerne surtout la cueillette et la sélection d'informations et doit être complétée par des techniques de traitement telles que les techniques d'analyse documentaire.

La méthode a l'avantage, entre autres, d'éviter de décrire un processus à partir d'un modèle préconstruit ; ce qui permet de contourner les faiblesses collées à l'usage des données secondaires.

1-2- Recueil de données

L'étude empirique porte sur les sociétés cotées sur la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières. Pour la collecte des données, des données secondaires ont été utilisées. Quatre principales sources ont été utilisées. Il s'agit des données de la rubrique « Rapports sociétés cotées » du site de la BRVM¹⁰, des données de la rubrique « Rapports annuels » du site du Conseil Régional de l'Epargne Publique et des Marchés Financiers, des données de la rubrique « Rapports Doing Business » de la Banque Mondiale et la consultation des archives des sociétés de notre échantillon.

Ainsi, les données relatives aux performances des sociétés, aux variables de contrôle, au climat des affaires dans le pays d'origine et à la caractéristique de la bourse, etc. ont été extraites. Une recherche documentaire longitudinale ayant pour base les rapports annuels et les contrats signés par les sociétés non-financières cotées a permis d'observer l'évolution du Business Model (ici NICE design du Business Model et l'usage de la comptabilité d'intention) et de l'indice de gouvernance de ces sociétés. Les données recueillies couvrent une période de 15 années (2000 à 2014).

Cette recherche empirique repose sur la collecte de données rétrospective et d'analyse de données spécifique. C'est une méthode processuelle de type « *organizing strategy* » (Langley, 1999) combinant trois méthodes d'analyse de données complémentaires. La collecte des données rétrospectives, relevant d'une stratégie d'investigation, s'est donc construite progressivement dans une logique itérative, c'est l'étude des documents écrits par la méthode des traceurs (M. B. Miles & Huberman, 1984; Paquette, 2005).

¹⁰ Cette source renseigne sur des rapports annuels, des états financiers, des rapports semestriels, des rapports trimestriels, des commentaires sur l'activité, etc. Ces différents documents sont téléchargeables directement à partir du site de la BRVM.

Toutes les sociétés régulièrement cotées sur la BRVM de 2000 à 2015 et ayant des rapports publiés sur le site de la BRVM, exceptées les banques, ont été prises en compte par cette recherche. Il s'agit de 26 sociétés sur le nombre que comptait le marché jusqu'en 2014.

2- Spécification des variables, hypothèses et modèle de recherche

La démarche de modélisation par une approche quantitative qui est utilisée dans cette thèse s'articule autour de trois étapes comme l'ont indiqué Thiétart et al. (2014) à savoir : la spécification des variables et concepts du modèle, la spécification des relations entre les variables et concepts et le test du modèle. A ce niveau, les deux premières étapes sont abordées. La troisième étape est abordée au niveau du point relatif aux méthodes d'analyse.

Elle représente une étape centrale aux techniques quantitatives de modélisation causale. En règle générale, un modèle causal contiendra des variables non directement observables appelées variables latentes, concepts ou construits et des variables directement observables appelées variables manifestes, variables observées, indicateurs ou variable de mesure. Dans la modélisation causale, il est recommandé que chaque variable latente soit mesurée par plusieurs variables manifestes (Thiétart & al., 2014). Une communauté de diverses variables manifestes définit alors la variable latente (Hoyle, 1995).

Pour cette recherche, les variables qui sont mises en relation sont de trois types. Il s'agit des variables indépendantes, des variables dépendantes et des variables de contrôle.

2-1- Les mesures de la variable Facteurs Institutionnels : Les pratiques de gouvernance et la protection des investisseurs minoritaires

La variable indépendante de cette recherche est l'ensemble des facteurs institutionnels qui sont composés de deux sous-variables dans le cadre de cette recherche. Il s'agit des pratiques de gouvernance et de la protection des actionnaires.

2-1-1- Les pratiques de gouvernance

- **L'indice de gouvernance**

Les agences de notation, comme l'agence de Standard et Poor's en 2002, ont commencé à mettre en œuvre une notation spécifique dans le domaine de gouvernance d'entreprise. L'indice de gouvernance permet de saisir les principes de gouvernance adoptés et pratiqués par l'entreprise. *L'Institutionnel Shareholders Service (ISS)* et *Governance Metrics International*

(GMI) ont développé des indices basés sur des données de sources publiques et de l'information privée issue par exemple des entretiens approfondis avec la direction et les membres de conseil d'administration. D'autres auteurs (Doidge et al., 2004; Durnev & Kim, 2005) utilisent la méthode du *scoring* qui est le résultat d'un calcul fondé sur une analyse détaillée des rapports de gestion des documents de l'entreprise, complétés par des entretiens avec des dirigeants de l'entreprise pour déterminer un score. La question de l'indice de gouvernance dans le cadre de cette thèse se réfère et s'adapte à celui utilisé par Black et al. (2006).

La variable qui regroupe la structure, la composition et le fonctionnement du conseil d'administration (Govindex1) est captée par six (6) items. Si, la taille du conseil d'administration est comprise entre 3 et 12 membres, comme indiqué par le droit OHADA, les fonctions de Dirigeant et de Président du CA sont séparées, il existe à la fois un conseil d'administration et conseil directoire (conseil bicaméral), le Directeur n'est pas membre du CA, la biographie des membres du CA est indiquée et les changements de membres du CA sont indiqués dans les rapports, la variable prend respectivement le score 1 et le score 0 sinon.

Une des mesures de la variable structure de propriété est captée par l'indice de gouvernance (Govindex2). Cette variable a été mesurée par trois (3) items. La variable prend le score 1 respectivement s'il y a présence d'actionnaire majoritaire (plus de 10 %), si les actions sont concentrées dans les mains d'au plus 5 actionnaires majoritaires et si les pratiques d'actionnariat salarié sont utilisées et 0 sinon.

La variable liée à la transparence, la publication de l'information comptable et les pratiques d'audit (Govindex3) a été captée par quatre items. Il s'agit de : la publication des pratiques de gouvernance de la société, la divulgation du paiement des honoraires des consultants et des auditeurs, l'existence de comité d'audit interne, le reporting de la structure de propriété. Chaque item prend le score 1 si ces pratiques sont effectives et 0 sinon.

En ce qui concerne la variable relative au conseil de rémunération (Govindex4), elle a été captée par deux (2) items. Il s'agit de : la compensation du Président du CA et des autres administrateurs est connue et publié ; la compensation sous forme de bonus d'action des membres du CA est pratiquée. Chaque item prend le score 1 si ces pratiques existent et 0 sinon.

La variable relative à l'éthique (Govindex5) est captée à travers trois items. Elle est mesurée par le biais de trois (3) items. Il s'agit de : le code d'éthique existe et est publié, le comité éthique existe, les normes ISO et pratiques RSE sont effectives. Chaque item prend le score 1 si ces pratiques sont effectives et 0 sinon.

- **La taille du conseil d'administration**

La taille du conseil d'administration prise en compte par l'indice de gouvernance de Balck et al. (2006) permet de vérifier si la taille du conseil est comprise dans l'intervalle prescrit par la loi. La taille du conseil d'administration de chaque société de l'échantillon a été comparée aux exigences de l'acte uniforme de l'OHADA. La loi prévoit qu'un conseil d'administration doit être composé de trois membres au moins et douze membres au plus.¹¹

Ainsi, à l'intérieur de ces limites, les statuts de l'entreprise peuvent fixer librement le nombre des administrateurs. Les études anglo-saxonnes portant sur la relation entre la taille du conseil d'administration et la performance des entreprises se singularisent par leur évolution temporelle.

En effet, jusqu'au début des années 1990, les résultats des études, essentiellement anglo-saxonnes, sont en faveur d'une influence positive d'une taille élevée du conseil d'administration sur la performance des entreprises (Godard, 2002). Le nombre d'administrateurs a été retenu comme mesure de la taille du conseil d'administration.

- **La structure de propriété : Présence d'investisseurs financiers institutionnels et concentration de l'actionnariat**

La propriété institutionnelle est une autre variable qui relève de la structure de propriété et qui est prise en compte dans l'analyse. Ces dernières années, les investisseurs institutionnels sont devenus des acteurs majeurs de l'économie mondiale par l'importance de leurs opérations sur les marchés financiers. Ils ont multiplié les prises de participation dans les grandes entreprises et sont en mesure de contrôler, de manière parfois décisive, la gestion de celles-ci. Jeffers et Plihon (2001) analysent l'impact des investisseurs anglo-saxons sur la gouvernance des entreprises.

Selon eux, il existe un lien étroit entre les règles juridiques qui encadrent ces acteurs aux Etats-Unis et les principes de gouvernance imposés par ces mêmes acteurs aux entreprises dont ils sont actionnaires. L'importance du contrôle exercé par les investisseurs institutionnels ainsi que leur impact sur la performance de l'entreprise ont été étudiés par plusieurs auteurs (Ali, 2003; Awounou-N'dri, 2017; Dahya et al., 1998; Hervé, 2003; Mottis & Ponsard, 2002; Sahut et Othmani Gharbi, 2010) qui ont obtenu des résultats très variés et ambigus.

La présence ou non d'investisseurs financiers et institutionnels (variable binaire) dans le capital de la société a permis de capter cette variable dans le cadre de cette thèse. Il s'agit de la présence

¹¹ Article 416, Acte uniforme relatif au droit des sociétés commerciales et du groupement d'intérêt économique.

ou non des Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM), des banques et/ou des sociétés d'assurance dans le capital de la société non-financière.

La concentration de l'actionnariat est également une variable de la structure de propriété. Elle est mesurée de plusieurs manières à savoir : pourcentage d'actions détenu par le premier actionnaire ; pourcentage d'actions détenu par le second actionnaire ; pourcentage d'actions détenu par le troisième actionnaire ; pourcentage d'actions détenu par les trois principaux actionnaires (Mard et al., 2014) ; indice Herfindahl égal à la somme des carrés des % de capital détenus par au plus les quatre principaux actionnaires dont chaque pourcentage de détention dépasse 5 % ; Rapport entre le % de droit de propriété détenu par le premier actionnaire par la part de capital détenue par au plus les quatre plus importants actionnaires de la firme détenant au minimum 5 % (Poincelot & Poincelot, 2017) ; etc.

Dans le cadre de cette thèse, compte tenu du fait que toutes les sociétés concernées soient sous le contrôle de grands groupes étrangers, l'indice de Herfindahl a été retenu pour mesurer la concentration de l'actionnariat. Les sous-variables permettant de mesurer les pratiques de gouvernance d'entreprise sont illustrées dans le tableau suivant :

Tableau 11 : Récapitulatif des mesures de la Gouvernance d'entreprise

Sous-variables	Indicateurs	Dénomination
Indices de gouvernance	Séparation des fonctions de Directeur et de Président du Conseil d'Administration (Variable binaire)	SCFCA1
	Disposition d'un Conseil d'Administration et d'un Conseil Directoire dont les membres sont connus et publiés dans les rapports annuels (Variable binaire)	BICAMERAL
	Sommes des scores relatifs à la structure, à la composition et au fonctionnement du conseil d'administration (Voir annexe)	GOVINDEX1
	Somme des scores relatifs à la structure de propriété (Voir annexe)	GOVINDEX 2
	Somme des scores relatifs à la transparence, publication de l'information comptable et audit (Voir annexe)	GOVINDEX 3
	Somme des scores relatifs aux pratiques de rémunération (Voir annexe)	GOVINDEX4
	Somme des scores relatifs aux pratiques liées à l'Ethique et la RSE (Voir annexe)	GOVINDEX 5
	Somme globale des scores liés aux pratiques de gouvernance (GOVINDEX1 à GOVINDEX5)	GOVINDEX
Taille du CA	Nombre des membres du conseil d'administration	TAILCA
Concentration de l'actionnariat	Concentration de l'actionnariat (indice Herfindahl égal à la somme des carrés des % de capital détenus par au plus les quatre principaux actionnaires dont chaque pourcentage de détention dépasse 5 %). Plus la valeur de CONCAT est élevée, plus l'actionnariat est concentré.	CONCAT
Investisseurs financiers et institutionnels	Présence d'investisseurs financiers et institutionnels (Variable binaire)	PRESINST

Source : Auteur

2-1-2- Protection des investisseurs minoritaires

Les investisseurs potentiels, surtout ceux étrangers peuvent faire référence au climat des affaires dans le pays d'origine et à leur protection légale pour décider lors des transactions qui se font sur le marché boursier (Bell et al., 2014; Filatotchev et al., 2012). Le degré de protection des actionnaires contre la mauvaise conduite des dirigeants des sociétés est largement déterminé par la loi du pays d'origine de l'entreprise et par la façon dont les tribunaux l'interprètent et l'appliquent (Pagano et al., 2001).

En effet, les problèmes du pays d'origine de la société peuvent contribuer à rehausser le niveau d'incertitude des investisseurs en ce qui concerne la solidité et la sécurité de leur investissement. Depuis plusieurs années, nombre d'auteurs parlent du bénéfice que la diversification internationale peut apporter à la valeur du portefeuille d'actions (Eldor et al., 1988; Grauer & Hakansson, 1987; Grubel, 1968; Levy & Sarnat, 1970; Santis & Gerard, 1997; Solnik, 1974). Dans le cadre de cette thèse, la cotation en bourse à la BRVM n'est pas nécessairement vue comme la quête d'une épargne qui n'est pas trouvée à l'intérieur du pays d'origine, mais plutôt une orientation du point de vue des facteurs liés au pays d'origine de la société qui pourraient déterminer ou orienter la décision d'investissement des acteurs sur le marché et accroître la capitalisation boursière des sociétés qui y sont cotées.

La base de données de la Banque Mondiale a été utilisée dans le cadre de cette recherche pour mesurer la caractéristique du pays d'origine. Malgré que le rapport ne tient pas compte des coûts et des avantages des réglementations du point de vue de la société dans son ensemble et ne mesure pas non plus tous les aspects du climat des affaires qui touchent les entreprises et les investisseurs ou qui ont une incidence sur la compétitivité d'une économie, il a pour but de donner aux dirigeants d'entreprises et aux décideurs politiques une base factuelle qui peut leur servir à prendre des décisions éclairées, et de fournir aux chercheurs des données libres d'accès sur l'impact des réglementations des affaires et des institutions sur des résultats économiques tels que la productivité, l'investissement, l'informalité, la corruption, le chômage et la pauvreté.

Pour capter la protection des investisseurs des pays d'origine des sociétés objet de l'étude (Côte d'Ivoire et Sénégal), la protection des investisseurs minoritaires, a été utilisée. Une moyenne des onze indices utilisés pour mesurer le degré de protection des actionnaires minoritaire a été calculée. Dans la base de données de la banque mondiale, les indices liés à la protection des investisseurs minoritaires sont codés de 0 à 10. Les données de 2000 à 2004 inexistantes dans la base ont été estimées par la méthode de moindres carrés ordinaires.

Tableau 12 : Mesure de la protection des investisseurs

Sous-variables	Indicateurs	Dénomination
Protection des investisseurs minoritaires du pays d'origine	Indice variant de 0 à 10 fourni par la base de données de la banque mondiale	IPROTECT

Source : Auteur

2-2- La variable médiatrice : Le Business Model

Le Business Model est la variable médiatrice. Dans le cadre de cette thèse, le Business Model est mesuré par le biais d'une grille de collecte des données secondaires par la méthode des traceurs sur la base du NICE design de Zott et Amit (2002, 2010). Selon ces auteurs, un système d'activité peut être caractérisé par des « thèmes de conception », qui représentent les moteurs de création de valeur.

Cette variable est subdivisée en cinq sous-variables : quatre sont issues du concept de NICE design (Novelty, Lock-In, Complementarities and Efficiency) de Zott & Amit (2002) et la cinquième fait référence au Business Model orienté comptabilité d'intention (Brougham, 2012; Escaffre, 2016; Leisenring et al., 2012). Nous nous intéressons aux informations divulguées par les sociétés chaque année pour les cinq variables, et capturons ainsi les évolutions de leur Business Model (voir l'annexe).

La variable Nouveauté (notée BM1) traduit le degré d'innovation du Business Model, et notamment l'adoption de nouvelles activités (contenu) et/ou de nouvelles façons de relier les activités (structure) et/ou de nouvelles façons de gouverner les activités (gouvernance). Cette variable est appréhendée à partir de sept items prenant la valeur 1 si l'item existe et la valeur 0 sinon.

La variable Lock-in ou verrouillage (BM2) fait référence aux activités du Business Model qui visent à « verrouiller » les clients et les inciter à effectuer des transactions. Si la société indique dans son rapport annuel avoir développé ou entretenu un réseau liant le producteur, le distributeur et le consommateur final dans la chaîne de production dans la perspective d'accroître les coûts de changement pour le consommateur, ou si elle indique avoir entrepris ou entretenu une externalisation, l'item correspondant prend le score 1 et sinon le score 0.

La variable Complémentarités (BM3) se réfère aux effets d'optimisation issus du regroupement d'activités interdépendantes. Ces complémentarités sont présentes lorsque le regroupement des activités fournit plus de valeur que lorsqu'elles sont exercées séparément. Il existe deux formes ; la complémentarité entre Inputs et la complémentarité entre outputs. Nous avons considéré dans cette étude que la complémentarité de type outputs, à partir de cinq items prenant la valeur 1 si l'item existe et la valeur 0 sinon.

La variable efficience (BM4) désigne les économies réalisées grâce aux interconnexions du système d'activités (Amit & Zott, 2012). Elle se réfère à la façon dont les sociétés utilisent leur système d'activité pour atteindre une plus grande efficacité opérationnelle tout en réduisant les

coûts de transaction. Chacun des sept items de l'efficience (voir annexe) prend la valeur 1 s'il est présent, ou zéro sinon.

Au NICE Design de Zott et Amit (2002), il a été ajouté la sous-variable liée à l'adoption ou non de la comptabilité d'intention ; c'est-à-dire la divulgation d'informations sur l'enregistrement comptable des opérations de l'entreprise, sa santé financière et ses perspectives d'évolution. La comptabilité d'intention est reconnue comme élément de la dimension financière du Business Model et est appréhendée à partir de quatre items prenant la valeur 1 si l'item existe et la valeur 0 sinon. Les variables de contrôle sont le ratio d'endettement, la taille de la société et la variation du chiffre d'affaires. La synthèse de ces variables est consignée dans le tableau 13.

Tableau 13 : Les indicateurs de mesure du Business Model (voir le détail des items en annexe)

Sous-variables	Indicateurs	Dénomination
Innovation (Novelty)	Adoption de nouvelles activités (contenu) et / ou de nouvelles façons de relier les activités (structure) et / ou de nouvelles façons de gouverner les activités (gouvernance). Chaque item prend la valeur 1 si cette forme d'innovation a été mise en œuvre par la société au cours de l'exercice et la valeur 0, sinon.	BM1
Lock-In	Existence de transfert des charges ou externalisation qui découlent de la structure, du contenu et / ou de la gouvernance du système d'activités.	BM2
Complémentarités	Les regroupements d'activités fournissent plus de valeur que les activités courantes séparément. L'effet de synergie entre les activités. Chaque item prend la valeur 1 si les produits de la société sont complémentaires et la valeur 0, sinon.	BM3
Efficience	Réduction des coûts de transaction à travers la conception des systèmes d'activités pour viser une plus grande efficacité. Chaque item prend la valeur 1 si la société a indiqué dans l'un de ses rapports avoir engagé une procédure qui consiste à réduire les coûts et la valeur 0, sinon.	BM4
Comptabilité d'intention	Adoption de la comptabilité d'intention par la société en publiant les perspectives de croissance contribuant à l'animation du marché. La sous-variable prend la valeur 1 si la société publie ses perspectives de croissance et la valeur 0, sinon.	BM5

2-3- Les variables dépendantes : Les performances

La variable dépendante est celle liée aux performances des entreprises cotées. Il y a eu diverses mesures de la performance financière. Par exemple, le rendement des ventes révèle combien une entreprise gagne par rapport à ses ventes, le rendement des actifs détermine la capacité d'une organisation à utiliser ses actifs et le rendement des capitaux propres révèle ce que les investisseurs de retour prennent pour leurs investissements. Les avantages des mesures financières sont liés à la facilité de calcul qui les détermine et au fait que leurs définitions sont acceptées dans le monde entier (Berger et al. , 1997; Deville & Leleu, 2010; Elbadraoui et al., 2008; Khalid & Jacques, 2007).

Comme la séparation entre la propriété et le contrôle varient en raison de la croissance de l'entreprise, des contrats doivent être mis en place pour assurer l'alignement des intérêts économiques des propriétaires et des gestionnaires. En conséquence, la performance opérationnelle sera fonction de l'efficacité des mécanismes contractuels pour attirer, retenir et contrôler les talents de gestion de façon à maximiser la richesse des propriétaires. Les principaux ratios utilisés pour analyser la performance d'une entreprise peuvent être classés en cinq groupes : ratios de liquidité ; ratios de gestion d'actifs ; ratios de gestion de la dette ; ratio de rentabilité ; rapports de valeur marchande.

Ces ratios peuvent être combinés pour déterminer le taux de rendement pour une entreprise et ses propriétaires et le taux auquel la société peut croître le taux de croissance durable. En ajoutant des données sur les performances boursières de l'entreprise, l'analyste peut comprendre comment les marchés financiers perçoivent la performance de l'entreprise (Harrington & Wilson, 1989).

La valeur boursière d'une entreprise traduit les attentes du marché vis-à-vis des flux de trésorerie futurs pour les actionnaires et peut être considérée comme une mesure de la performance espérée de l'entreprise par rapport à la performance réalisée. Dans le cadre de cette thèse, deux types de performances sont pris en compte. Il s'agit de la performance réellement réalisée (la performance opérationnelle mesurée par ROA) et de la performance boursière mesurée par Q de Tobin.

En effet, pour caractériser la variabilité des autres variables (indépendantes, médiatrices et de contrôle) par rapport à la compétitivité des sociétés de l'étude et l'efficacité du management de ces dernières, l'étude a considéré les mesures de la performance réalisée ou opérationnelle mesurée par l'indicateur « rentabilité des actifs investis (ROA) ». La rentabilité des actifs (Return on assets en anglais) évalue à quel point l'entreprise peut générer des bénéfices en

mobilisant des ressources matérielles et immatérielles. Il donne également une indication importante sur la façon dont l'entreprise utilise ses ressources.

Les pratiques de gouvernance et le Business Model sont inducteurs de profit pour toutes les parties prenantes de l'entreprise. Il est ainsi préférable d'utiliser la rentabilité des actifs investis.

Pour les mesures de la performance boursière, qui indique la performance anticipée par les investisseurs et qui mesurent en dynamique l'évolution de la crédibilité boursière de l'entreprise cotée par rapport à son secteur, Q de Tobin est utilisé.

La rentabilité des actifs investis a, à la fois, un caractère ex post et financier et Q de Tobin a, à la fois un caractère ex ante et économique. Ces deux mesures ont été considérées pour prendre en compte d'une part, une mesure ex post et ex ante et d'autre part une mesure financière et économique.

De plus, selon Mard et al. (2014), le ROA est le fruit des contraintes professionnelles en matière de présentation de résultats ; le Q de Tobin intègre la psychologie des investisseurs dans la valorisation des actions des sociétés. Au sens de ces auteurs, les deux approches sont complémentaires et permettent des mesures différentes de la performance, avec une corrélation entre les deux mesures d'environ 0,5.

Même si certaines voix s'élèvent contre le Q de Tobin comme mesure de la performance (Dybvig & Warachka, 2015; Robertson & Wright, 2005), le Q de Tobin est reconnu par Singh et al. (2018) comme mesure de la performance organisationnelle des firmes dans le contexte d'un marché financier en développement et émergent. Toe et al. (2017) ont également utilisé le ROA et le Q de Tobin comme mesure de la performance des firmes. C'est pourquoi les choix effectués reposent sur ces mesures.

Les éléments de la mesure des performances opérationnelle et boursière sont renseignés dans le tableau suivant :

Tableau 14 : Indicateurs de mesure de la performance opérationnelle et de la performance boursière.

Variables	Indicateurs	Dénomination
Performance opérationnelle	Rentabilité des actifs investis	ROA
	Différence première de ROA	DROA
Performance boursière	Valeur de marché des actifs / valeur de remplacement des actifs	Q de Tobin
	Différence première de Q de Tobin	DTOBINQ

Source : Auteur

Les différences premières de ROA et de Q de Tobin ont été utilisées pour mesurer les performances dans les modèles estimés avec GMM-BB pour les besoins de stationnarité.

2-4- Les variables de contrôle

Les variables de contrôle de la performance identifiées dans la littérature sont nombreuses. Les variables de contrôle jouent un rôle très capital dans les études quantitatives. Ce sont les variables indépendantes de type spécial que les chercheurs mesurent parce qu'elles ont potentiellement une influence sur la variable dépendante. L'analyse de cette influence est faite à l'aide des covariances (Creswell, 2013).

Selon Thiétart et al. (2014), la prise en compte des variables de contrôle permet d'améliorer le degré de validité externe des résultats. En effet, la littérature empirique examine comment les facteurs financiers et non financiers, tels que le ratio d'endettement, la liquidité, la taille, l'âge et l'indice de compétence de gestion ont une influence sur le rendement financier et la croissance des entreprises. La prise en compte des variables de contrôle permet de contrôler les caractéristiques des entreprises qui influencent la variable à expliquer du modèle. Dans le cadre de cette thèse, les variables de contrôle prises en compte sont :

- Le ratio d'endettement

Le ratio d'endettement est mesuré par le rapport entre la dette totale et les capitaux propres (ratio dette / fonds propres). Il montre le degré auquel une entreprise utilise l'argent emprunté.

Les entreprises fortement endettées risquent de faillir si elles ne sont pas en mesure d'effectuer des paiements sur leur dette ; elles peuvent également être incapables de trouver de nouveaux prêteurs à l'avenir. Le ratio d'endettement n'est pas toujours mauvais, cependant ; il peut augmenter le rendement des actionnaires sur leur investissement et faire bon usage des avantages fiscaux associés à l'emprunt (Almajali et al., 2012, p. 201; Jensen & Meckling, 1976; Miller & Modigliani, 1963; Modigliani & Miller, 1958; Okiro, Aduda et al., 2015). Cette mesure a été adoptée par plusieurs auteurs, notamment d'Arcimoles et Trébucq (2003), Poulain-Rehm (2006), Garfatta (2010) et Sall (2013a).

- Taille de la société

La taille de l'entreprise affecte sa performance financière à bien des égards. Les grandes entreprises peuvent exploiter des économies d'échelle et donc être plus efficaces par rapport aux petites entreprises. En outre, les petites entreprises peuvent avoir moins d'énergie que les grandes entreprises ; par conséquent, elles auront peut-être de la difficulté à rivaliser avec les grandes entreprises, particulièrement dans des marchés très concurrentiels. En revanche, à mesure que les entreprises s'agrandissent, elles risquent de souffrir d'inefficacité, ce qui entraîne une performance financière inférieure. La théorie reste donc ambiguë sur la relation précise entre taille et performance (Majumdar, 1997).

Il a été identifié trois mesures, à savoir l'effectif des salariés, le volume des ventes et le total d'actifs. Cette étude, à la manière de Trébucq (2002), Poulain-Rehm (2006), Gharbi et Lepers (2008) et Garfatta (2010), utilise comme mesure de la « taille de l'entreprise » le logarithme népérien du total des actifs.

- La variation du chiffre d'affaires : l'opportunité de croissance

Le chiffre d'affaires correspond aux ventes en l'état, à la production vendue ou aux prestations de services. Indicateur de tendance d'évolution de l'activité : croissance forte ou faible, stagnation, récession, ... Plusieurs auteurs utilisent la croissance du chiffre d'affaires (Godard & Schatt, 2005a, 2005b) ou la croissance du total actif (Poincelot & Poincelot, 2017) comme variable de contrôle. Une opportunité de croissance peut conditionner la performance boursière d'une entreprise. La variation du chiffre d'affaires a permis de capter les opportunités de croissance des sociétés non-financières cotées sur la BRVM.

- Le secteur d'activité

La création de valeur des entreprises doit être évaluée relativement à la performance du secteur. Garfatta (2010) a considéré le secteur industriel par rapport aux autres pour mesurer l'effet du secteur d'activité sur la création de la valeur. Selon Michel-Kerjan (2006), il y a toujours eu des catastrophes dans le secteur agricole, les événements destructeurs de grande échelle sont de plus en plus nombreux et leur coût va croissant.

Une évolution qui pose de manière nouvelle les enjeux de la vulnérabilité des sociétés du secteur agricole face aux nouveaux risques liés aux changements climatiques et questionne un aspect très particulier de leur gestion, celui de la couverture financière. Pour en tenir compte, une variable binaire (SECTOR) a été introduite. Elle prend la valeur 1 si la société considérée est du secteur agricole et 0, sinon.

Les variables de contrôle sont résumées dans le tableau suivant :

Tableau 15 : Les indicateurs de mesure des variables de contrôle

Variables	Indicateurs	Dénomination
Le ratio d'endettement	Dette. /Capitaux propres	D/CP
Taille de l'entreprise	Logarithme népérien du total actif	LnTA
Opportunité de croissance	Croissance du chiffre d'affaire de l'entreprise entre t-1 et t.	VARCA
Le secteur d'activité	Variable binaire : Elle prend la valeur 1 si la société est du secteur agricole et 0, sinon	SECTOR

Source : Auteur

3- Modèles théorique et hypothèses de recherche

3-1- Modèles théoriques de recherche

Il existe en modélisation quantitative deux types de modèles complémentaires : un modèle de mesure reliant les variables latentes à leurs indicateurs de mesure (ou variables observées) et un modèle d'équations structurelles traduisant un ensemble de relations de cause à effet entre des variables latentes ou des variables observées qui ne représentent pas des variables latentes (Mbengue & Vandangeon-Derumez, 1999).

Un modèle se définit comme un « système mathématique, physique ou logique représentant les structures essentielles d'une réalité et capable à son niveau d'en expliquer ou d'en reproduire dynamiquement le fonctionnement ». ¹² « Les sciences de gestion, nées tardivement, ont cru obtenir une légitimité et une reconnaissance scientifiques en adhérant, souvent sans précaution, à des principes épistémologiques et méthodologiques forgés pour la mécanique rationnelle ou pour une inquiétante "physique sociale" [...]. Elles tardent à admettre ce que Bachelard énonçait dès 1934 : "le déterminisme scientifique se prouve sur des phénomènes simplifiés et solidifiés." Elles auraient évidemment tort de ne pas calculer, mathématiser et donc réduire et disjoindre, lorsque les objets et les intentions de recherche s'y prêtent, comme ça peut être le cas pour certaines questions de finance de marché, de gestion de production ou de comportement du consommateur. Elles gagneraient, en revanche, à être à la fois plus prudentes et plus ambitieuses, plus ouvertes et plus créatrices lorsque l'application systématique de ces méthodes détruit l'objet et "a fortiori", le projet de recherche comme cela risque de se passer en stratégie, management, organisation, entrepreneuriat, marketing industriel et de services... Bref, des domaines où la complexité règne et constitue la raison d'être même des disciplines qui s'y consacrent. » ¹³

Pour réaliser un modèle, il ne suffit pas d'en spécifier les composantes (ou variables) et les relations entre ces composantes. En effet, il convient également de déterminer la nature des relations qui vont être établies entre ces composantes (ou variables). Pour les modèles de mesure, plusieurs natures de relations peuvent être identifiées : non directionnelles (simple association), réflexives (la variable latente est la cause de variables observées) ou formatives (la variable latente est déterminée par une combinaison linéaire de variables observées). Il revient alors au chercheur de déterminer, avant l'utilisation de l'outil de modélisation, la nature des relations entre variables latentes et observées.

Le chercheur peut s'appuyer entièrement sur la littérature existante afin de limiter, si tel est son objectif, les biais liés à sa propre subjectivité. Le même type de problème se pose lors de l'élaboration du modèle d'équations structurelles. Celui-ci doit en effet déterminer la nature des relations : association simple, causalité simple, causalité réciproque. C'est encore la littérature qui fournit le moyen de limiter l'intervention de la propre subjectivité du chercheur.

¹² Thietart R.-A. et al., (2014) cités par Birou (2016)

¹³ Martinet (2003), in « Note de lecture à propos de l'ouvrage de E. Morin et Le J.-L. Moigne », L'Intelligence de la Complexité, L'Harmattan, 1999, sur le site : <http://mexapc.org/cahier.php?a=display&ID=331> (Cité par Gavard-Perret et al.,(2016))

Davis (1985) montre qu'il existe trois types de relations entre deux variables :

- La première met en évidence une relation causale simple entre deux variables :

$X \implies Y$ (X cause Y, mais Y ne cause pas X)

- La seconde relation met en évidence l'influence réciproque entre deux variables :

$X \implies Y \implies X$ (X cause Y qui en retour cause X)

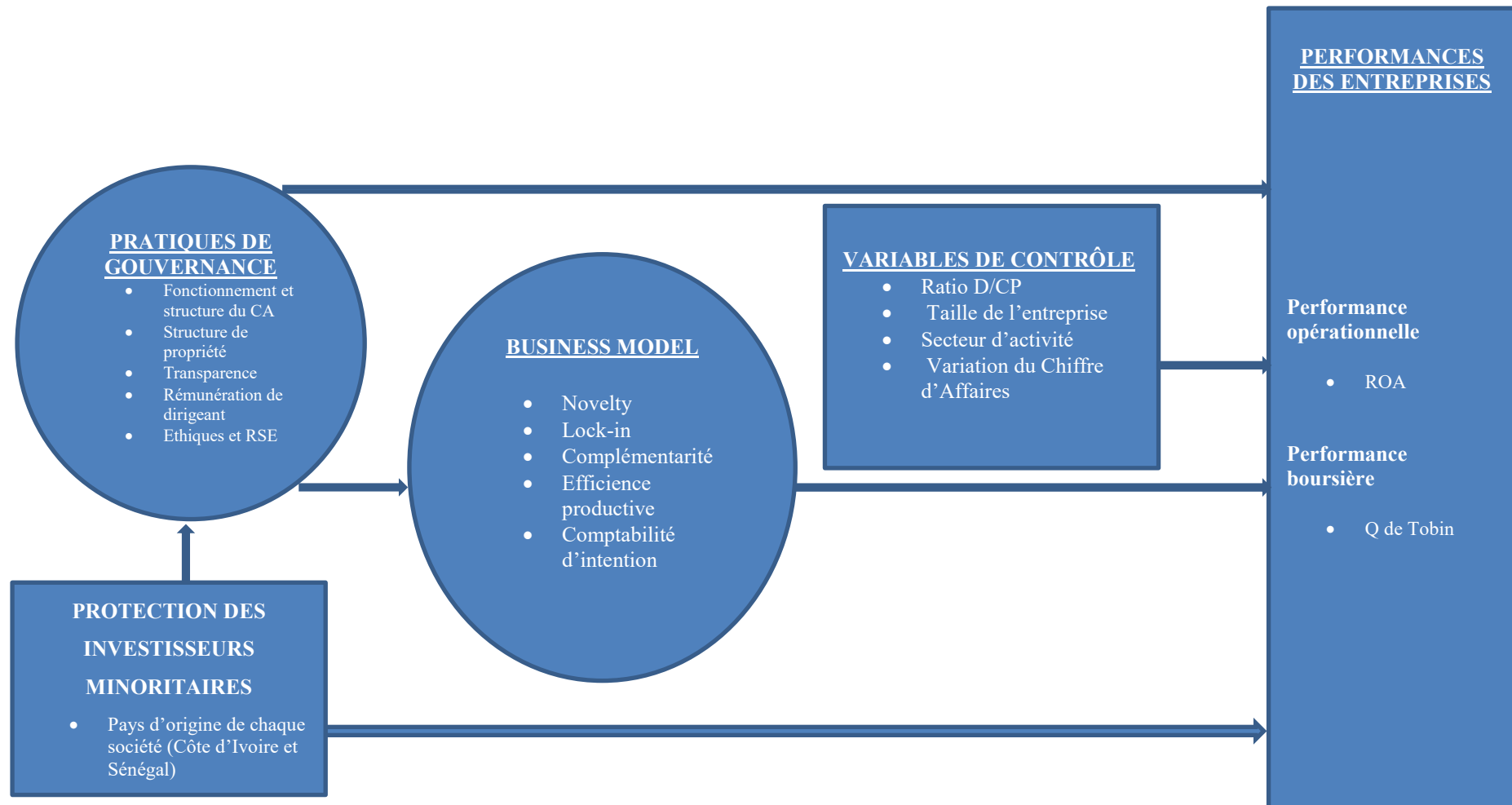
- La troisième relation met en évidence l'existence d'une association entre deux variables, sans qu'il soit possible de déterminer laquelle est la cause de l'autre :

$X \longleftrightarrow Y$ (X est en relation avec Y et Y avec X).

Les deux premières sont causales alors que la dernière correspond à une simple association.

Conformément à la revue de la littérature (chapitre 1 & 2), les liens ont été identifiés entre les variables d'étude. Ces liens ont fait l'objet d'une représentation schématique (modèle). Le modèle théorique de recherche suivant lequel les tests empiriques sont réalisés est représenté par la figure 12. A la suite de ce modèle, les relations identifiées ont été transcrites en termes d'hypothèses en faisant référence aux différentes sous-variables de chaque concept.

Figure 12 : Modèle de recherche



Source : Auteur

3-2- Hypothèses de recherche

Les hypothèses sont de quatre grands groupes dans le cadre de cette thèse. Les hypothèses du premier groupe sont celles qui font le lien entre la protection des investisseurs et les pratiques de gouvernance mesurées par les indices de gouvernance, les deuxièmes font le lien entre les pratiques de gouvernance, prises individuellement, et les performances. Les troisièmes rendent compte de l'effet médiateur de l'indice de gouvernance globale de l'entreprise dans la relation entre la protection des investisseurs et les performances et ; les dernières sont consacrées à l'effet médiateur du Business Model dans la relation entre l'indice de gouvernance globale (Score global des pratiques de gouvernance) et les performances.

H1 : Effet de la protection des investisseurs sur les pratiques de gouvernance

Les récentes recherches étudiant le lien entre le droit et la finance se sont concentrées sur la mesure du niveau de protection des investisseurs et particulièrement le cadre légal des pays (Klapper & Love, 2004). Ces études se sont élargies à la gouvernance d'entreprise. Plusieurs auteurs (Bell et al., 2014; Glaeser, La Porta et al., 2004; Himmelberg et al., 2002; La Porta et al., 2000; La Porta et al., 1997) ont montré que les dispositifs de gouvernance d'entreprise sont beaucoup plus importants dans les pays où l'environnement juridique est défaillant. La gouvernance des entreprises est plus renforcée dans les pays où le degré de protection des investisseurs est faible.

H1a : Les fonctions de Directeur et de président du Conseil d'Administration tendent à être séparées lorsque la protection des investisseurs est forte dans le pays d'origine des sociétés non-financières cotées sur la BRVM ;

H1b : Dans le contexte des sociétés non-financières cotées sur la BRVM, la concentration de l'actionnariat constitue une réponse à la faible protection des investisseurs ;

H1c : Les sociétés non-financières cotées sur la BRVM tendent à être plus transparentes lorsque les investisseurs sont mieux protégés ;

H1d : Les avantages accordés aux administrateurs des sociétés non-financières cotées sur la BRVM s'améliorent et sont publiées avec le niveau d'amélioration de la protection des investisseurs ;

H1e : Les pratiques liées à l'éthique et RSE sont mises en œuvre dans les sociétés non-financières cotées à BRVM lorsque la protection des investisseurs s'améliore.

H2 : Effet des pratiques de gouvernance sur les performances des sociétés

- Structure, fonctionnement du conseil d'administration et performances

Le cumul des fonctions de dirigeant et de Président du Conseil d'Administration confère aux dirigeants un pouvoir discrétionnaire plus important, ce qui favoriserait la poursuite d'intérêts stratégiques et l'enracinement des dirigeants (Bova et al., 2015; Ginglinger et al., 2011; Toe et al., 2017).

H2a : La séparation des fonctions de Directeur et de Président du conseil d'administration affecte négativement les performances opérationnelle et boursière des sociétés non-financières cotées sur la BRVM ;

La forme bicamérale du Conseil d'Administration est un système qui reconnaît le besoin de saines pratiques administratives et de surveillance par un conseil indépendant des cadres supérieurs. Ce système est plus perçu dans la gouvernance des universités où il existe un conseil d'administration chargé de la gestion administrative et un conseil scientifique chargé des affaires académiques ou son équivalent (Skolnik & Jones, 1997). L'existence d'un comité de direction permet de mieux renseigner l'équipe dirigeante et à l'entreprise d'être performante (Fama & Jensen, 1983; Klein, 1998, p. 1). Les entreprises disposant d'un conseil d'administration et d'un comité directoire bien organisé devraient avoir une performance meilleure.

H2b : Les sociétés non-financières cotées sur la BRVM sont plus performantes lorsqu'elles disposent à la fois d'un comité directoire organisé et d'un conseil d'administration ;

La taille du conseil d'administration est vue par la théorie de l'agence comme le paramètre le plus important. En effet, dans un conseil d'administration de plus grande taille, la probabilité est plus importante de trouver des administrateurs qui ne partagent pas les mêmes opinions que le dirigeant. De ce fait, il est plus difficile pour le dirigeant de faire accepter des décisions favorisant ses seuls intérêts. Les résultats des travaux existant sur le sujet sont dans la lignée de l'analyse précédemment décrite (Vanappelghem, 2015). Au sens de Pfeffer (1973), la taille du conseil d'administration dépend de la fonction de ce dernier ainsi que des relations de la firme avec son environnement stratégique.

Les conseils d'administration dont le rôle d'accompagnement stratégique prédomine sont le plus souvent de taille plus restreinte afin de permettre une prise de décision plus rapide. Par la suite, Boone et al. (2007) se demandent quels sont les déterminants de la taille du conseil d'administration. Il fait constater que la taille de l'entreprise évolue au fur et à mesure de son développement. Il constate également que la taille du conseil d'administration augmente régulièrement après l'introduction en bourse de la firme, du fait notamment de l'entrée de nouveaux actionnaires au sein du capital de la firme.

De surcroît, la taille du conseil d'administration augmente avec le niveau de diversification des activités de la firme. Enfin, elle s'accroît lorsque le dirigeant et son équipe de gestion disposent de facilités d'enracinement telles que les clauses de protection contre les offres de rachat de la firme. De tout ce qui précède, l'hypothèse suivante peut être faite :

H2c : L'augmentation de la taille du conseil d'administration dans les sociétés non-financières cotées sur la BRVM précède l'amélioration de leurs performances opérationnelle et boursière ;

- Structure de propriété et performances

Les études menées par Yigbedek (2015) sur le lien entre la structure de propriété et la performance des entreprises d'assurance du Cameroun montrent que la part du capital détenue par les actionnaires institutionnels a une influence positive sur la performance. Jensen M. C. (1993) militait pour « la résurrection d'actionnaires actifs » afin de pallier l'insuffisance de la discipline exercée par les marchés. Pour lui, ces actionnaires actifs ne sont autres que les investisseurs institutionnels. A l'inverse, ils sont souvent accusés de mettre la pression sur les dirigeants et de privilégier un horizon à court terme (Porter, 1992).

La performance des entreprises est de plus en plus liée à la présence des investisseurs institutionnels. Les investisseurs institutionnels constituent un des piliers essentiels dans la

discipline des hauts dirigeants (Fich et al., 2015; Huson et al., 2001). Le niveau des participations institutionnelles a un lien positif avec la durabilité de *reporting*, mais pour les investisseurs de long terme. L'influence des actionnaires financiers et des investisseurs institutionnels sur la performance n'est pas évidente a priori selon certains auteurs. Bien qu'ils soient reconnus comme des investisseurs compétents (Bushee, 1998), leur implication dans la gouvernance de l'entreprise va largement dépendre de leur part dans le capital et de leur horizon de placement. Lorsqu'ils détiennent une fraction significative du capital, les actionnaires financiers et institutionnels peuvent exercer un rôle de contrôle délégué (Diamond, 1984) au profit des autres actionnaires. De ce fait, leur présence influence positivement la performance dans le long terme (Mard et al., 2014).

H2d : La présence d'investisseurs financiers et institutionnels dans le capital des sociétés non-financières cotées sur la BRVM a un effet positif sur leurs performances boursière et opérationnelle ;

La concentration désigne la plus ou moins importante diffusion du capital parmi les actionnaires. Au sens de Mintzberg (1983), la concentration peut se substituer à l'implication, dans la mesure où un actionnaire important peut créer un lien étroit avec les dirigeants en dehors de l'exercice effectif des droits de vote ou de la présence au conseil. Dès lors, plus l'actionnariat est concentré et les actionnaires impliqués, plus leur pouvoir sur une entreprise est important. Sur le plan théorique, l'étude de la relation entre la concentration de l'actionnariat et la performance peut être analysée au regard de la théorie de l'agence et de la théorie de l'enracinement. Les firmes dont le capital est diffus souffrent d'un déficit de contrôle, susceptible d'affecter la performance financière (Berle & Means, 1932). A l'inverse, la concentration du capital entre un petit nombre d'actionnaires permet un meilleur contrôle des dirigeants (Beneish, 1997). Shleifer et Vishny (1986) développent un modèle qui concourt à soutenir l'idée que la présence d'un actionnaire de contrôle conduit à la performance.

H2e : La concentration de l'actionnariat influence positivement la performance opérationnelle et la performance boursière des sociétés non-financières cotées sur la BRVM ;

Les investisseurs institutionnels transposent les règles qui gouvernent leur obligation vis-à-vis des épargnants à l'égard des entreprises dont ils sont actionnaires, c'est-à-dire défendre l'intérêt des épargnant ou des assurés en respectant les principes de prudence, de loyauté, contrôle des

risques qui fondent la logique fiduciaire en amenant les entreprises vers les objectifs de création de valeur actionnariale (Jeffers & Plihon, 2001). Selon les auteurs, cette rigueur est beaucoup plus perceptible lorsque les actionnaires détenteurs de block disparaissent au profit des actionnaires minoritaires, les investisseurs institutionnels deviennent alors maître du jeu. La présence des investisseurs institutionnels peut alors avoir un effet direct sur les coûts d'agence résultant de la séparation entre propriété et contrôle. Selon Berle et Means (1932), il existe une divergence entre la propriété et le contrôle. La propriété intéresse les actionnaires et le contrôle est convoité par l'équipe dirigeante.

Deux dimensions caractérisent la propriété ; il s'agit de l'implication et la concentration. L'implication fait référence à l'importance du contrôle exercé par les actionnaires sur les dirigeants ; cette implication se traduit par le souci d'exercer une influence sur le dirigeant par des moyens appropriés et disponibles. La concentration désigne la plus ou moins importante diffusion du capital parmi les actionnaires et peut se substituer à l'implication, dans la mesure où un actionnaire important peut créer un lien étroit avec les dirigeants en dehors de l'exercice effectif des droits de vote ou de la présence au conseil (Mintzberg, 1983). Dès lors, plus l'actionnariat est concentré et les actionnaires impliqués, plus leur pouvoir sur une entreprise est important.

Les investisseurs institutionnels détenant une part moins importante d'une société n'ont pas les mêmes intérêts que les actionnaires de contrôle. Les investisseurs institutionnels, minoritaires, dans ce contexte, chercheront à réduire au maximum les asymétries d'information dont bénéficient les managers internes, d'une part, et favoriser la mise en place de systèmes d'incitations et de rémunérations pour aligner les intérêts du dirigeant sur ceux des actionnaires afin d'en tirer profit (Jeffers & Plihon, 2001). Ainsi, la composition du conseil d'administration, les droits de vote, l'exigence de la transparence, l'actionnariat salarié, etc. deviennent des moyens utilisés pour influencer les pratiques de gouvernance. Il est bien possible dans ce contexte que l'actionnaire majoritaire se retrouve en situation de conflit avec les investisseurs institutionnels ou que l'investisseur financier et institutionnel apporte des stratégies conduisant à des restructurations qui peuvent avoir des répercussions sur les performances.

Dans ce contexte, la présence d'investisseurs institutionnels pourrait ne pas être favorable à la performance. L'hypothèse suivante peut être ainsi émise :

H2f : La présence d'investisseurs financiers et institutionnels modère négativement l'effet de la concentration de l'actionnariat sur les performances opérationnelle et boursière des sociétés non-financière cotées sur la BRVM ;

- Transparence et performances

Chi (2009) examine si les différences dans la qualité de la transparence au niveau de l'entreprise et dans la divulgation des pratiques de gouvernance d'entreprise aident à expliquer le rendement des entreprises dans un échantillon représentatif d'entreprises taïwanaises. Cette étude fournit des preuves qui concordent avec les initiatives des régulateurs taïwanais selon lesquelles de bonnes pratiques de divulgation d'information jouent un rôle important dans la performance des entreprises. L'absence de certaines informations augmente l'asymétrie d'information au niveau des investisseurs et peut réduire leur engouement vis-à-vis des titres de l'entreprise (Ajina et al., 2013).

H2g : Plus les sociétés non-financières cotées sur la BRVM respectent les normes de gouvernance liées à la transparence, plus leurs performances opérationnelle et boursière augmentent ;

- Rémunération et publication des avantages donnés aux administrateurs et performances

Mehran (1995) effectue l'examen de la structure de rémunération de 153 entreprises manufacturières choisies au hasard en 1979 et 1980. Les résultats suggèrent que la forme plutôt que le niveau de rémunération incite les dirigeants à accroître la valeur de l'entreprise. La performance des entreprises est positivement liée au pourcentage d'actions détenues par les gestionnaires et au pourcentage de leur rémunération qui est fondé sur des actions.

De plus, la rémunération à base d'actions est davantage utilisée dans les entreprises comptant plus d'administrateurs externes. La taille de l'entreprise, la gouvernance d'entreprise, la qualité de l'auditeur, le statut d'entreprise cotée sont des explications significatives de la divulgation (Clarkson et al., 2006).

La transparence du conseil d'administration est importante pour assurer la responsabilité des actionnaires et rassurer le public en ce qui concerne leur rémunération (Greenbury, 1995). Mais l'excès de rémunération causerait une baisse de performance. Selon Brick, Palmon, et Wald (2006), si la relation positive entre la rémunération des dirigeants est symptomatique du clientélisme, alors la relation entre la performance de l'entreprise et la rémunération excédentaire devrait être négative.

H2h : La publication des avantages accordés aux administrateurs sert de signal pour le public et permet de renforcer les performances opérationnelle et boursière des sociétés non-financières cotées ;

- Pratiques éthiques et RSE et performances

Les chercheurs ont signalé un impact positif, négatif et neutre de la responsabilité sociale des entreprises (RSE) sur la performance financière (McWilliams & Siegel, 2000). McWilliams et Siegel (2001) ont ensuite présenté un modèle d'offre et de demande de responsabilité sociale des entreprises (RSE). Sur la base de ce cadre, ils supposent que le niveau de RSE d'une entreprise dépendra de sa taille, niveau de diversification, recherche et développement, publicité, ventes gouvernementales, revenus des consommateurs, conditions du marché du travail et stade du cycle de vie de l'entreprise.

A partir de ces hypothèses, ils concluent qu'il existe un niveau « idéal » de RSE, que les gestionnaires peuvent déterminer au moyen d'une analyse coûts-avantages, et qu'il existe une relation neutre entre la RSE et la performance financière. Les études de Waddock et Graves (1997) avaient néanmoins montré que la RSE d'une entreprise est associée positivement aux performances financières antérieures, ce qui confirme la théorie selon laquelle la disponibilité des ressources et la RSE sont positivement liées. La RSE est également associée positivement à la performance financière future, soutenant la théorie selon laquelle la bonne gestion et RSE sont positivement liées.

H2i : Les pratiques éthiques et RSE ont un effet dynamique positif sur les performances des sociétés non-financières cotées sur la BRVM ;

H3 : Effet du Business Model sur les performances des sociétés

Amit et Zott (2002, 2010) soulignent l'innovation dans les Business Model comme un moyen pour les managers et les entrepreneurs de créer et de s'approprier de la valeur, en particulier en période de changement économique. Pour ces auteurs, le Business Model Innovation, qui implique la conception d'un système d'activité modifié ou nouveau, repose sur la recombinaison des ressources existantes d'une entreprise et de ses partenaires, sans nécessiter d'investissements significatifs en R & D. Ce type de Business est source de création de valeur. Selon la revue de la littérature menée par Zott et al. (2011), il existe un consensus sur certains aspects fondamentaux de la recherche sur l'innovation du *Business Model*. Les chercheurs

semblent s'accorder sur le fait que le *Business Model* n'est pas seulement un facilitateur des innovations technologiques et organisationnelles, mais peut devenir lui-même sujet à l'innovation stratégique afin de partager et d'exploiter des ressources telles que les connaissances, les compétences managériales et entrepreneuriales ou de reconfigurer la chaîne de valeur ou le réseau de valeur sous-jacente (Schweizer, 2005; Wirtz, 2004).

H3a : Plus le Business Model de la société est orienté innovation, plus elle est performante ;

Les formes d'organisation en réseau favorisent l'apprentissage, représentent un mécanisme pour l'obtention du statut ou de la légitimité, offrent divers avantages économiques, facilitent la gestion des dépendances et fournissent une autonomie considérable aux employés (Podolny & Page, 1998). Il constitue presque une évidence aujourd'hui que la plupart des sociétés qui veulent innover doivent constituer des « réseaux d'innovation » avec d'autres acteurs de leur environnement (Akrich et al., 1988; Loilier & Tellier, 2002). Le réseau d'innovation peut se définir comme l'instauration de liens avec un ensemble de partenaires hétérogènes (entreprises concurrentes, fournisseurs, clients, mais aussi centres de recherche), dans l'objectif de mettre au point et de diffuser une innovation (Callon et al., 1995).

H3b : Le Business Model orienté Lock-In affecte positivement la performance de la société ;

La complémentarité entre les produits représente un avantage concurrentiel qui, à long terme peut impacter la performance de l'entreprise (Porter & de Lavergne, 1986). Identifier et choisir les ressources et compétences susceptibles de générer des revenus ne constituent qu'une phase de l'analyse en termes de BM. L'offre doit donc être choisie, élaborée et valorisée.

H3c : Le Business Model orienté complémentarité output affecte positivement la performance de la société ;

Pour examiner les répercussions sur la performance du *Business Model* axés sur l'efficacité, il est possible de se baser sur la perspective des coûts de transaction (Milgrom & Roberts, 1992; Williamson, 1985, 1975). Cela semble approprié parce que cette perspective, comme la construction du *Business Model*, se réfère à la conception des transactions économiques. Selon Williamson (1993), les attributs d'échange, y compris l'asymétrie et la complexité de

l'information, déterminent que les transactions seront organisées en marchés ou en hiérarchies de manière à minimiser les coûts de transaction et à maximiser les performances.

H3d : Plus le design du Business Model de la société est efficient, plus elle est performante ;

Leisenring et al. (2012) ont discuté de la façon dont l'établissement de rapports financiers sur le Business Model d'une entité repose, en fait, sur la présentation de l'information financière sur l'intention de la direction concernant l'utilisation, le transfert ou la disposition d'un actif ou d'un passif. Les auteurs ont donné un sens à la comptabilisation des actifs financiers sur les intentions de la direction de tirer profit de ces actifs et montré ses conséquences.

La notion de de comptabilité d'intention traduit deux comportements de l'entreprise (Escaffre, 2016). D'une part, l'intention de la Direction et d'autre part, le changement de cette intention. La décision d'enregistrement d'une opération réalisée ou envisagée par une intention. Le changement de cette intention correspond à un changement de de méthode ou de présentation portant sur une opération déjà enregistrée.

H3e : Plus le design du Business Model est orienté vers la publication des perspectives de croissance (comptabilité d'intention), plus la société est performante.

H4 : Effet médiateur de l'indice de gouvernance dans la relation entre la protection des investisseurs et les performances des sociétés

Une protection forte des investisseurs a un effet positif sur la valeur de l'entreprise (La Porta et al., 2002; Lepore et al., 2018; O'Connor et al., 2014). Une mauvaise protection des investisseurs inciterait les investisseurs à consacrer une part de leurs ressources à protéger leurs droits de propriété plutôt qu'à la consacrer à des activités productives. En effet, cette mauvaise protection engendre des coûts plus élevés pour les investisseurs afin d'assurer la protection de leurs intérêts (frais juridiques pour la rédaction des contrats, coûts d'assurance, coûts juridiques consécutifs à l'application des contrats) qui affecte la performance des entreprises (Murphy, Shleifer, & Vishny, 1991). De ce que suggère la littérature, l'hypothèse suivante peut être émise :

H4a- Une protection forte des investisseurs a un effet positif sur les performances opérationnelle et boursière des sociétés non-financières cotées sur la BRVM ;

Pour certains auteurs, l'amélioration des pratiques de gouvernance qui sont déterminées par le niveau de protection des investisseurs, entraîne une amélioration de la performance opérationnelle et de la valeur de l'entreprise (Klapper & Love, 2004). Selon Leuz, Nanda, et Wysocki (2003), il existe même un lien endogène entre la gouvernance d'entreprise et la qualité des bénéfices déclarés. Xiaoyue et Xiaodong (2001) ont examiné la structure des fonds propres et la performance de toutes les sociétés cotées sur la bourse de Shenzhen, excluant les sociétés financières entre 1996 et 1999.

Les données empiriques suggèrent que la structure des fonds propres et la gouvernance d'entreprise sont étroitement liées aux performances des entreprises. En contrôlant les déterminants économiques standard du rendement, il existe une corrélation négative et significative entre la proportion d'actions A négociables et la performance de l'entreprise sous une gouvernance d'entreprise faible en termes de protection pour les actionnaires externes.

H4b : Les pratiques de gouvernance globales jouent un rôle médiateur dans le lien entre la protection des investisseurs et les performances des sociétés non-financières cotées sur la BRVM ;

H5 : Effets médiateurs du Business Model dans la relation entre la gouvernance et les performances.

En vertu de ce que suggère la littérature (Black et al., 2006; Klapper & Love, 2004; Okiro et al., 2015), on est en mesure de dire que les pratiques de gouvernance déterminent la performance des entreprises. En effet, l'hypothèse suivante peut être émise :

H5a : L'indice de gouvernance global des sociétés non-financières cotées sur la BRVM affecte positivement leurs performances opérationnelle et boursière ;

Le Business Model est un plan coordonné visant à concevoir une stratégie en fonction de l'interaction des clients, de la configuration des actifs et des vecteurs de levier de connaissances, donc en fonction des parties prenantes (Haslam et al., 2015; Venkatraman & Henderson, 1998). Le Business Model décrit le contenu, la structure et la gouvernance des transactions conçues pour créer de la valeur à travers l'exploitation des opportunités d'affaires (Zott & Amit, 2002). Il est typiquement un ensemble complexe de routines interdépendantes qui sont découvertes, ajustées et affinées (Winter & Szulanski, 2001).

Le Business Model est un système cognitif à travers lequel les managers décident de leurs actions. Les aspects cognitifs d'un Business Model se réfèrent aux structures de sens systémique ou au système de croyance d'une entreprise. Le système de croyances est considéré comme le moteur de la prise de décision et, par la suite, de l'action. L'évolution du Business Model est également définie par les relations entre les actions managériales et leurs résultats qui se manifestent dans les échanges économiques réalisés et les résultats commerciaux.

Les pratiques de gouvernance comprennent, les stratégies de gestion des parties prenantes, les stratégies de sous-traitance, la structure de propriété, les systèmes de récompense, de surveillance et de pénalité, les pratiques juridiques et contractuelles (Tikkanen et al., 2005).

Le Business Model est, en effet, structuré en fonction de la nature de la relation de l'entreprise avec ses parties prenantes que sont l'Etat, les actionnaires représentés par le conseil d'administration, les clients, les fournisseurs, etc. Selon Zott et Amit (2008) il existe un lien entre le Business Model et la performance des entreprises. Pour définir le Business Model, la création de revenu est analysée comme directement dépendante de l'offre de l'entreprise, des ressources qu'elle mobilise et de l'organisation mise en place pour la développer. A l'articulation de la stratégie et des approches fonctionnelles, le Business Model permet d'appréhender l'alchimie qui s'opère entre les choix et leur traduction opérationnelle ; une lecture transversale bien adaptée au cadre d'action des managers (Lecocq et al., 2006). De tout ce qui précède, l'hypothèse suivante peut être émise :

H5b : Le Business Model joue un rôle de médiation dans le lien entre les pratiques de gouvernance et les performances opérationnelle et boursière des sociétés non-financières cotées sur la BRVM.

SECTION 2 : Modèles d'analyse et méthodes de tests empiriques

Cette section est consacrée à présentation des modèles utilisés et les tests statistiques à base desquels les hypothèses sont infirmées ou confirmées.

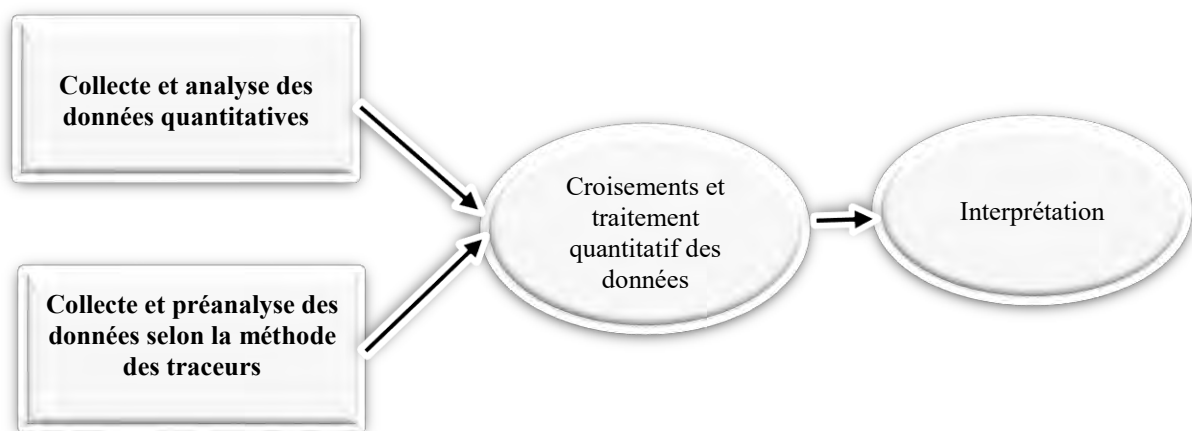
I- Modèles d'analyse

Cette rubrique présente les modèles d'analyse tout en faisant les rappels d'hypothèse ayant conduit à l'élaboration de chaque modèle.

1- Approches globales

Avant de procéder à la présentation des modèles d'analyse, il est utile de rappeler la logique qui sous-tend cette analyse.

Figure 13 : Approche mixte parallèle convergente avec transformation de données



Source : Adaptée de Creswell (2013)

Le défi dans une conception de méthodes mixtes convergentes parallèles est de rechercher la meilleure manière de converger ou fusionner les données. Il a été, dans le cadre de cette thèse, mis sous la forme binaire afin de réaliser le croisement avec les données quantitatives. Il existe plusieurs façons de fusionner les deux bases de données. La première approche est appelée une comparaison côte à côte. Ces comparaisons peuvent être vues dans les sections de discussion des études de méthodes mixtes. Le chercheur doit d'abord rapporter les résultats statistiques quantitatifs, puis discuter des résultats qualitatifs qui confirment ou infirment les résultats

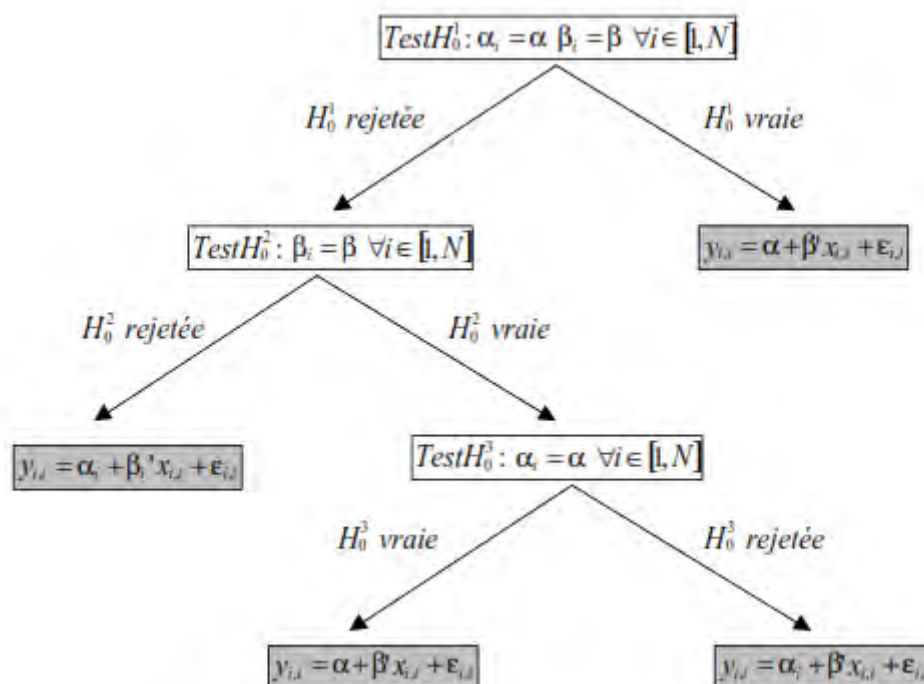
statistiques. Alternativement, le chercheur pourrait commencer par les résultats qualitatifs et ensuite les comparer aux résultats quantitatifs. Les auteurs de méthodes mixtes appellent cela une approche côte à côte parce que le chercheur fait la comparaison au sein d'une discussion, présentant d'abord un ensemble de résultats, puis l'autre.

Les chercheurs peuvent également fusionner les deux bases de données en changeant les codes qualitatifs ou les thèmes en variables quantitatives, puis en combinant les deux bases de données quantitatives, une procédure appelée transformation des données. C'est cette méthode qui a été utilisée ici. Le chercheur prend les thèmes ou les codes qualitatifs et les compte (et éventuellement les regroupe) pour former des mesures quantitatives. Onwiegubuzie et Leech (2006) présentent quelques procédures importantes que les chercheurs ont utilisées en combinaison. C'est cette approche de codification qui a été utilisée dans le cadre de cette thèse. Après, codification, dans la conduite de l'analyse empirique des données recueillies, il est adopté des analyses basées sur plusieurs formes de modèles. Les modèles de régression analysent la relation entre une variable explicative et une variable expliquée tout en contrôlant les effets d'autres variables. Le modèle de régression linéaire (LRM) est probablement la méthode statistique la plus couramment utilisée dans les sciences sociales. Comme mentionné, un avantage clé du LRM est l'interprétation simple des résultats. Malheureusement, l'application de ce modèle est limitée aux cas dans lesquels la variable dépendante est continue. L'utilisation de la régression globale linéaire, lorsqu'elle n'est pas appropriée produit des coefficients biaisés et incohérents, et il n'y a rien d'avantageux dans l'interprétation simple des résultats qui sont incorrects (Long & Freese, 2006).

Plusieurs analyses multivariées ont été faites en prenant appui sur les exigences méthodologiques en termes de données de panel. L'ajout de la dimension individuelle à la dimension temporelle usuelle présente un intérêt important pour l'analyse des séries non stationnaires. Les tests de racine unitaire et de cointégration sur données de panel temporelles sont, en effet, plus puissants que leurs analogues sur séries temporelles individuelles en petit échantillon. Une des questions centrales des tests de racine unitaire en panel est celle de la forme de l'hétérogénéité du modèle utilisé pour tester la racine unitaire. La forme la plus simple d'hétérogénéité est celle qui consiste à postuler l'existence de constantes spécifiques à chaque individu. Il s'agit bien entendu du modèle à effets individuels (spécifiés de façon fixe ou aléatoire), qui traduit une hétérogénéité uniquement du niveau moyen, mais qui conserve l'hypothèse d'homogénéité des autres paramètres du modèle et en particulier de la racine autorégressive (Hurlin & Mignon, 2005). Mais cette conception de l'hétérogénéité limitée aux seuls effets individuels ou aux tendances déterministes est apparue comme quelque chose qu'on

ne put pas considérer comme vrai. Ainsi, le test d'hétérogénéité est devenu une réalité pour les autres paramètres du modèle. La figure suivante présente les différentes étapes pour les tests d'hétérogénéité.

Figure 14 : Différentes étapes des tests d'hétérogénéité



Source : (Hsiao, 1986)

Selon Hurlin et Mignon (2005), au-delà du problème de l'hétérogénéité des paramètres du modèle, une autre problématique spécifique aux données de panel est aujourd'hui devenue centrale dans la littérature sur les tests de racine unitaire : il s'agit de la prise en compte des éventuelles dépendances interindividuelles. La question est tout simplement de savoir si l'on autorise la présence d'éventuelles corrélations entre les résidus des différents individus du panel.

Pour ces auteurs, les éventuelles corrélations entre individus constituent des paramètres de nuisance et sont particulièrement gênantes dans la plupart des applications plus larges des tests de racine unitaire, que ce soit dans le domaine des tests de convergence.

Pour pallier ces problèmes, deux générations de tests sont proposées. Aux tests de la première génération (Hadri, 2000; Levin & Lin, 1993; Levin et al., 2002; Maddala & Wu, 1999), sont

reconnues des limites. En ce qui concerne la deuxième génération. Bai et Ng (2001, 2004) ont proposé le premier test de l'hypothèse nulle de racine unitaire prenant en compte la présence possible d'une corrélation interindividuelle des séries testées. Un modèle plus général est proposé par Moon et Perron (2004) qui considèrent un modèle autorégressif standard avec effets individuels fixes dans lequel les résidus satisfont un modèle factoriel. C'est dans cette hypothèse de Moon et Perron (2004) que les tests statistiques ont été proposés et faits tout en tenant compte des exigences en matière de données issues de la finance d'entreprise.

Cette thèse utilise les estimateurs dynamiques. En effet, dans l'analyse des modèles sur données de panel, qui incluent des variables dépendantes retardées, il est nécessaire d'étudier les conditions initiales. Ceci reflète le fait que la dimension temporelle des observations individuelles d'entreprises est généralement faible et les arguments asymptotiques reposent usuellement sur l'effet temporel moyen. Dans ce cas, l'importance des conditions initiales ne disparaît pas asymptotiquement (Blundell & Bond, 1998; Blundell & Smith, 1990). Blundell et Bond (1998) proposent, dans le cadre de l'usage des estimateurs GMM, de faire des test AR (1) et Blundell et Smith (1990) proposent les tests de Anderson et Hsiao (1982) appelé AH ou celui de Bhargava et Sargan (1983) appelé Sargan.

Pour tenir compte de ces exigences dans le cadre de cette thèse, les estimateurs LSDVC initialisé directement par AH et les estimateurs GMM qui ont nécessité les tests post-estimation AR (1) et AR (2). Ces tests confirment la consistance des résultats obtenus.

Les variables utilisées dans cette étude sont de natures qualitative et quantitative. Une variable est dite qualitative lorsque ses valeurs sont des qualités appelées modalités. Les modalités peuvent être exprimées sous forme littérale ou numérique. Comme pour les variables quantitatives, on différencie deux types : les variables qualitatives nominales et ordinales (Labreuche, 2010). Les variables qualitatives nominales se caractérisent par des modalités qui ne peuvent pas être ordonnées.

Par opposition, les variables qualitatives ordinales se caractérisent par des modalités qui peuvent être ordonnées comme, par exemple, le niveau d'étude (primaire, secondaire, supérieur). Lorsque les modalités sont remplacées par des nombres (exemple : 1 = primaire, 2 = secondaire, 3 = supérieur), elles se différencient des variables quantitatives discrètes par l'absence d'information sur la distance séparant les nombres. Il ne s'agit que d'une codification sans valeur arithmétique. Dans la littérature scientifique, il est fréquent de trouver les termes de « variable dichotomique » ou « variable binaire » qui correspondent à une variable qualitative

qui ne peut prendre que deux modalités souvent codées 0 et 1 (exemple ; 1 présence d'investisseur institutionnel et 0 pour absence d'investisseur institutionnel).

Une variable est dite quantitative lorsque ses valeurs sont des nombres qui peuvent être ordonnés et additionnés (c'est-à-dire qui ont un sens en tant que nombre). On différencie deux types de variables quantitatives : les variables quantitatives continues et discrètes. En théorie, on parle d'une variable quantitative continue quand celle-ci correspond à un continuum de valeurs (typiquement issues d'une mesure), et de variable quantitative discrète lorsque la variable ne peut prendre qu'un nombre fini de valeurs isolées, souvent entières, dans l'intervalle où elle varie (typiquement issues d'un comptage).

Cependant, en pratique, la distinction entre variable discrète et variable continue est artificielle. En effet, les unités et les précisions des instruments de mesure étant limités, il arrive que des variables dites continues ne puissent prendre que des valeurs isolées. Ainsi, on différencie les variables quantitatives continues de celles discrètes par le nombre de valeurs possibles qu'elles peuvent prendre. Lorsque ce nombre sera faible, c'est-à-dire que l'on peut énumérer les valeurs, la variable sera considérée comme discrète et, dans le cas contraire, comme continue. Les variables quantitatives peuvent être aussi métriques (Albarello et al., 2007).

La thèse combine plusieurs types de variables. Les facteurs institutionnels sont mesurés de plusieurs manières. Ils contiennent des variables binaires et des variables quantitatives continues. Le *Business Model* est composé des sous variables captées par des items binaires. Les variables dépendantes qui permettent de capter les performances opérationnelles et boursières sont quantitatives et continues.

L'objectif de cette thèse est d'étudier le lien entre facteurs institutionnels, Business Model et performances en utilisant une base de données longitudinale (15 ans) sur les sociétés de l'indice BRVM Composite. Cette période d'étude assez longue a permis d'utiliser un modèle de régression dynamique. L'utilisation d'une spécification dynamique est très importante pour la justesse des résultats. En effet, Wintoki et al. (2012) ont utilisé un estimateur de méthode généralisée de moments généralisés (GMM) dynamique de panel pour atténuer les problèmes d'endogénéité dans deux aspects de la recherche en gouvernance d'entreprise : l'effet de la structure du conseil sur la performance des entreprises et les déterminants de la structure du conseil.

L'estimateur incorpore la nature dynamique des choix de gouvernance interne pour fournir des instruments valides et puissants qui traitent de l'hétérogénéité et de la simultanéité non observées. Les auteurs réexaminent la relation entre la structure du conseil et la performance à l'aide de l'estimateur GMM dans un panel de 6 000 entreprises sur une période allant de 1991

à 2003 sans prendre en compte la nature dynamique des variables de gouvernance, et ne trouvent aucune relation causale entre la structure du conseil et la performance de l'entreprise. Les auteurs recommandent l'utilisation de l'estimateur GMM pour l'estimation des modèles de panel dynamique (*Dynamic panel estimation with GMM*). Mais Coles et al. (2012), dans leur étude portant sur les modèles structurels et l'endogénéité en finance d'entreprise sont parvenus à la conclusion que, du moins dans le contexte de l'articulation structure de propriété-performance, les variables de substitution, les effets fixes et les variables instrumentales ne fournissent généralement pas de solutions fiables au biais de simultanéité. Une raison importante est que les spécifications de régression non linéaire sont susceptibles d'être appropriées.

Flannery et Hankins (2013) constatent que les estimateurs avancés fonctionnent généralement de la manière annoncée dans l'estimation du coefficient de la variable dépendante retardée d'un panel dynamique lorsque les variables indépendantes sont exogènes. La plupart des estimateurs fournissent de petites erreurs quadratiques moyennes (RMSE : *root-mean squared errors*) lors de l'estimation de la persistance d'une variable dépendante, indépendamment de la vraie valeur (élevée ou faible). L'OLS et l'Effet Fixe (EF) paraissent mauvais, en moyenne, dans ces estimations ; et l'EF est affecté en particulier lorsque les estimations sont faites avec des données de panel de petite taille. *Four period Differencing* (LD4) est plus mauvais lorsque la variable dépendante est hautement persistante ($\gamma = 0,8$). LSDVC, AB (Arellano Bond) et BB (Blundell Bond) ont le RMSE le plus bas dans l'estimation de la variable dépendante retardée et sont raisonnablement précis pour les variables indépendantes.

L'effet fixe est souvent le plus précis en ce qui concerne les variables exogènes, mais présente des erreurs beaucoup plus élevées. Par contre, dans la recherche de méthodes robustes pour les modèles dynamiques de données de panel dans la finance d'entreprise empirique, Dang et al. (2015) constatent que les estimateurs à correction de biais, LSDVC, BC et II, sont généralement les plus appropriés et les plus robustes pour estimer des modèles de données de panel dynamiques dans des recherches institutionnelles empiriques, surtout en finance d'entreprise. Dans le cas précis où la variable dépendante est un ratio, et censurée à 0 et 1, LSDVC, BC, et II peuvent encore fournir des estimations raisonnables avec un biais modéré, bien qu'à un niveau élevé de censure, les chercheurs devraient envisager d'utiliser DPF.

Bazdresch et al. (2018) ont évalué la performance de l'échantillon fini des estimateurs de simulation utilisés pour estimer les paramètres des modèles dynamiques toujours en finance d'entreprise. Ils ont formulé un test de spécification de validité externe et proposé un nouvel ensemble de repères statistiques pouvant être utilisés pour estimer et évaluer ces modèles. Ces

repères sont basés sur des fonctions de politique de modèle. Les simulations de Monte Carlo montrent des estimateurs largement non biaisés avec des erreurs quadratiques moyennes à faible racine. Lorsqu'ils sont calculés avec une matrice de poids optimale, les tests de spécification associés aux estimateurs sont proches de la taille correcte. Ces tests ont une excellente puissance pour détecter les erreurs de spécification.

Par conséquent, le modèle de régression dynamique utilisé se présente comme suit :

- Liens directs :

Variable à expliquer $_{it} = \alpha$ **Variable à expliquer** $_{it-1} + \beta_i$ **Variable explicative** $_{it} + \gamma_i$ **Contrôle** $_{it} + \mu_i + \pi_i \in_{it}$ (ESTIMATEUR LSDVC bootstrap)

Variable à expliquer $_{it} = \alpha$ **Variable à expliquer** $_{it-1} + \rho$ **Variable à expliquer** $_{it-2} + \beta_i$ **Variable explicative** $_{it} + \gamma_i$ **Contrôle** $_{it} + \mu_i + \pi_i \in_{it}$ (ESTIMATEUR GMM-BB TWO-STEP)

La variable à expliquer $_{it}$ est la mesure des performances retenue (ROA et Q de Tobin) de l'entreprise i à la date t ; Variable à expliquer $_{it-1}$ représente la variable de performance retardée d'une période ; Variable à expliquer $_{it-2}$ représente la variable de performance retardée de deux périodes, Variable explicative $_{it}$ est la mesure, soit de facteurs institutionnels, soit du Business Model de l'entreprise i à la date t ; Contrôle $_{it}$ est l'ensemble des variables de contrôle de l'entreprise i à la date t ; μ_i représente les effets fixes annuelles qui captent les effets inobservables invariants dans le temps ; π_i représente les effets fixes de l'entreprise qui captent les facteurs inobservables communs à toutes les entreprises ; ϵ_i représente le terme d'erreurs.

- La médiation

La procédure de Baron et Kenny (1986) pour déterminer si une variable indépendante affecte une variable dépendante à travers une variable médiatrice est si connue qu'elle est utilisée par les auteurs et requise par les relecteurs quasi systématiquement. De nombreux projets de recherche ont été stoppés tôt dans un programme de recherche ou plus tard dans leur processus de révision parce que les données n'étaient pas conformes aux critères de Baron et Kenny, empêchant ainsi l'avancement théorique. Zhao et al. (2010) ont présenté un résumé des failles de la logique de Baron et Kenny, parmi lesquelles certaines n'ont pas été évoquées auparavant. Les auteurs ont proposé un arbre de décision et une procédure pas à pas pour examiner la médiation, classer ses types et interpréter les implications des conclusions dans le cadre de l'élaboration de la théorie et de recherches futures. La modélisation par équation structurelle

(SEM, également appelée analyse de la structure de covariance) est conçue, en partie, pour tester ces modèles plus complexes en une seule analyse au lieu de tester des analyses de régression séparées. La plupart des logiciels SEM offrent maintenant des tests d'effets indirects en utilisant l'une des approches ci-dessus pour déterminer la signification. En outre, l'approche d'analyse SEM fournit des informations d'ajustement de modèle qui renseignent sur la cohérence du modèle médiateur hypothétique aux données. L'erreur de mesure est une préoccupation potentielle dans les essais de médiation en raison de l'atténuation des relations et l'approche MEB peut résoudre ce problème en supprimant l'erreur de mesure de l'estimation des relations entre les variables (Newsom, 2002).

Aguinis et al. (2017) clarifient les différences entre la modération, la médiation partielle et la médiation complète et identifient les problèmes méthodologiques liés à la modération et à la médiation à partir d'une revue d'articles dans *Strategic Management Journal and Organization Science* publiés entre 2005 et 2014. En ce qui concerne la médiation, les auteurs discutent des problèmes avec la procédure des étapes causales et des inférences sur la médiation basée sur des conceptions transversales. Ils relèvent des problèmes par rapport aux propositions précédentes de tests et proposent des solutions pour corriger les erreurs (voir tableau).

Tableau 16 : Résumé des problèmes relatifs à l'évaluation de la médiation, conséquences préjudiciables pour les conclusions de fond et solutions proposées.

Problèmes	Conséquences préjudiciables pour les conclusions de fond	Solutions proposées
1. Une relation significative entre l'antécédent et le résultat est une condition préalable pour tester la médiation.	Ce supposé préalable peut conduire les chercheurs à négliger la médiation lorsque les effets directs et indirects dans un modèle ont des signes opposés.	Mener le test de médiation sans la condition préalable que la relation entre l'antécédent et le résultat soit significative.
2. La procédure des étapes causales donne des informations sur l'ampleur de l'effet indirect transmis par le médiateur	La procédure des étapes causales n'implique pas le calcul ou le test de l'effet indirect et n'indique donc pas l'ampleur de l'effet médiateur et ne permet pas sa comparaison avec d'autres effets (par exemple, l'effet indirect par rapport à l'effet direct).	Calculer la taille de l'effet indirect en multipliant les chemins : vers et depuis le médiateur (c.-à-d. Chemins $X \rightarrow M$ (a) et $M \rightarrow Y$ (b) sur la figure du modèle théorique) et tester ce produit en utilisant des procédures non paramétriques comme le bootstrap (plutôt que le test Sobel qui suppose la normalité dans la distribution des coefficients de produit).

3. L'évaluation de la médiation devrait inclure un test de l'effet direct qui contourne le médiateur	Puisque l'effet direct n'a aucune incidence sur la présence de l'effet indirect, ce test peut amener les chercheurs à rejeter de façon inappropriée les effets médiateurs.	Conclure que la médiation existe, lorsque l'effet indirect est soutenu, indépendamment de la présence ou de l'absence d'un effet direct.
4. La procédure des étapes causales inclut habituellement un chemin direct de l'antécédent au résultat indépendamment du fait que cette voie soit justifiée sur le plan conceptuel	L'inclusion systématique d'effets directs viole le principe de parcimonie et incite les chercheurs à tester des modèles qui ne sont pas alignés sur la théorie.	Si la théorie envisagée prédit une médiation complète, utilisez alors le modèle de médiation complet comme référence (c.-à-d. $ab \neq 0$ et $c' = 0$ dans la relation qui lie X à Y via M) et tester formellement les conséquences de l'omission de l'effet direct sur l'ajustement du modèle.
5. La médiation peut être testée de manière satisfaisante avec des données transversales	Les modèles médiatisés contiennent des chemins causaux qui impliquent le passage du temps, et tester ces chemins avec des données transversales peut produire des estimations biaisées	Lorsque cela est possible, évaluer la médiation en utilisant des données longitudinales, de préférence avec des modèles de panel qui permettent de comparer des flux causaux alternatifs.
6. Manque d'attention à l'erreur de mesure dans les tests de médiation	Une erreur de mesure peut biaiser les estimations des trajectoires vers le haut ou vers le bas, ce qui conduit à des conclusions injustifiées.	Créer et utiliser des mesures fiables. Comme deuxième meilleure option, utiliser des mesures multi-items pour toutes les constructions et analysez les données en utilisant la modélisation d'équations structurelles avec des variables latentes.

Source : Adapté de Aguinis et al. (2017).

Selon Pitariu et Ployhart (2010), de nombreuses disciplines de l'érudition ont développé des théories qui impliquent des relations dynamiques à médiation (et à plusieurs niveaux) entre les construits. Cependant, la plupart des recherches ne supposeraient pas ou ne testeraient pas ces relations dynamiques d'une manière compatible avec la théorie. Les auteurs abordent cette déconnexion entre la théorie et les études empiriques en notant d'abord les limites théoriques et méthodologiques de l'ignorance des relations dynamiques à médiation (et à plusieurs niveaux). Plus précisément, les auteurs montrent que les tests théoriques souffrent et que les conclusions statistiques sont souvent erronées lorsque la médiation dynamique est ignorée. S'intéressant à la finance d'entreprise et à la gouvernance (Bazdresch et al., 2018; Coles et al.,

2012; Dang et al., 2015; Wintoki et al., 2012), la prise en compte des relations dynamiques entre les construits devient une nécessité afin de mettre en cohérence le théorique et l'empirique. « *Le développement de la théorie dans les sciences organisationnelles est passé de l'examen de relations bivariées statiques à des relations longitudinales et multivariées. C'est un changement bienvenu, car les processus organisationnels et psychologiques ne sont pas statiques, mais se développent, changent et évoluent avec le temps* » (Pitariu & Ployhart, 2010, p. 405-506). Par conséquent, la plupart des théories sont intrinsèquement concernées par l'explication des relations entre les variables dans le temps, même si la question du temps n'est pas explicite dans la théorie (George & Jones, 2000).

Il existe plusieurs problèmes méthodologiques qui se produisent lorsque les données médiatisées ne sont pas modélisées longitudinalement. La première série de problèmes est que les estimations des paramètres deviennent biaisées lors de la modélisation de la médiation dans des contextes transversaux. La quantité de biais est incroyablement sévère, au point que même le signe des poids de régression peut changer de direction ! Les biais dans les estimations de paramètres contribuent également à des tests de signification inexacts. La deuxième série de questions concerne la capacité du modèle de croissance traditionnel à modéliser adéquatement la médiation dynamique et, par conséquent, à expliquer le changement de la variable dépendante (Pitariu & Ployhart, 2010).

Cette thèse utilise, pour l'analyse de médiation dynamique, la approche de modélisation générale Huang et Yuan (2017) appliquée aux modèles de médiation autorégressive pour capter l'effet de médiation dynamique. Ce modèle de médiation autorégressive proposé par ces auteurs provient de celui proposé par Maxwell et al. (2011) auquel est supprimée l'hypothèse de stationnarité en laissant la relation entre X, M et Y être une fonction continue du temps t. Ce modèle suit quelque peu la logique de Pitariu et Ployhart (2010).

Le modèle de Huang & Yuan (2017) qu'on peut appeler *Modèle Dynamique de Médiation Autorégressive* non stationnaire peut s'écrire comme suit :

Soit X la variable indépendante, M la variable médiatrice et Y la variable dépendante.

$$M_{i,t+1} = \gamma_M(t) + K_M(t)M_{i,t} + \alpha(t)X_{it} + \varepsilon_{Mi,t+1}$$

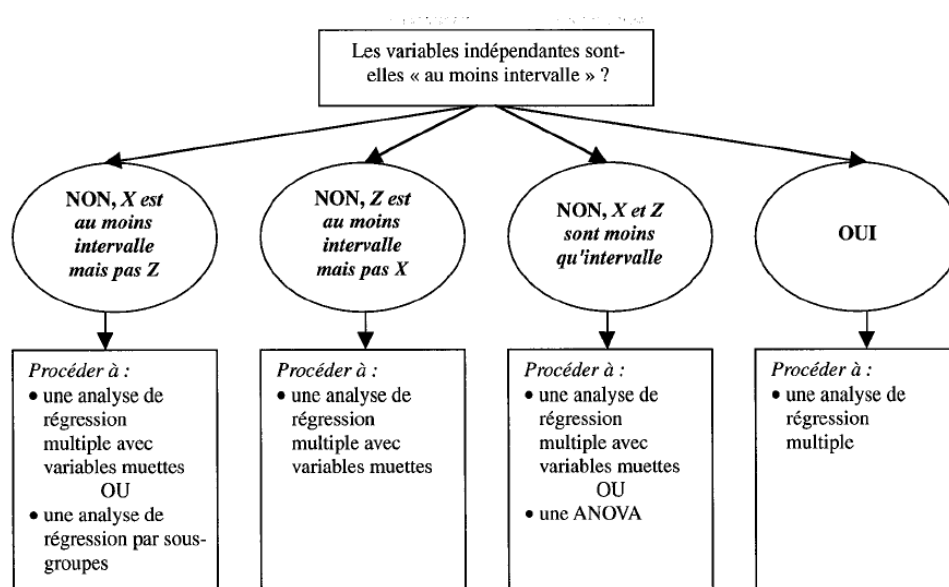
$$Y_{i,t+1} = \gamma_Y(t) + K_Y(t)Y_{i,t} + \beta(t)M_{it} + \tau(t)X_{it} + \varepsilon_{Yi,t+1}$$

- Analyse de la modération

Une variable modératrice est une variable qui module le sens et/ou la force de l'effet de X (variable indépendante) sur Y (variable dépendante) (Baron et Kenny, 1986 ; James et Brett (1984). Si Z est modérateur de la relation X-Y, d'un point de vue purement statistique, il est également correct de dire que X est modérateur de la relation Z-Y. Ce n'est que le cadre conceptuel et les justifications du modèle théorique à priori qui déterminent laquelle de X ou de Z est la variable modératrice ; sur le plan statistique, il n'est guère possible de faire cette distinction (X et Z sont toutes les deux des variables indépendantes, elles sont au même niveau) (James & Brett, 1984; Sharma et al., 1981).

Selon Caceres et Vanhamme (2003), le choix du type d'analyse statistique à mettre en œuvre dépendra de la manière dont les variables ont été mesurées (voir figure). Il faut distinguer deux grandes catégories de mesures, les échelles « au moins intervalle » et les échelles « moins qu'intervalle ». La première catégorie renvoie aux mesures métriques, c'est-à-dire aux échelles « intervalle » (ou cardinales faibles) et de ratio (ou cardinales fortes) ; la seconde renvoie aux mesures nominales et ordinales (Evrard et al., 1993; Lambin, 1994).

Figure 15 : Procédure statistique de test de modération



Source : (Caceres et Vanhamme, 2003)

McClelland et (2017) montrent que la multi-colinéarité est complètement hors de propos pour les tests de variables modératrices. En outre, ils montrent que les lecteurs de Iacobucci et al. (2017) pourraient être confus par un certain nombre de leurs erreurs. McClelland et al. (2017)

notent ces erreurs, mais plus positivement, décrivent une variété de méthodes que les chercheurs pourraient utiliser pour tester et interpréter leurs modèles de régression multiple modérée, y compris les tests en deux étapes, centrage moyen, projecteur, orthogonalisant et projecteur sans tenir compte des questions putatives de multi-colinéarité. Ces derniers citent un certain nombre d'études récentes dans la littérature psychologique dans lesquelles les chercheurs ont utilisé ces méthodes de façon appropriée pour tester, interpréter et rapporter leurs modèles de régression multiple modérée.

Dans le cadre de cette thèse, en ce qui concerne l'effet modérateur de la présence d'investisseurs institutionnels sur le lien entre la concentration de l'actionnariat et les performances opérationnelle et boursière des sociétés non-financières cotées sur la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières, il est procédé à une régression multiple avec variable muette (McClelland et al. (2017)).

2- Modèles de régression utilisés pour chaque hypothèse

Il s'agit de présenter le modèle de régression qui est utilisé pour tester chaque hypothèse :

2-1- Lien entre protection des investisseurs et pratiques de gouvernance

Rappel d'hypothèse : *H1a : Les fonctions de Directeur et de Président du Conseil d'Administration tendent à être séparées lorsque la protection des investisseurs est forte dans le pays d'origine des sociétés non-financières cotées sur la BRVM ;*

$$Govindex1_{it} = \alpha Govindex1_{it-1} + \beta Iprospect_{it} + \gamma_1 LnTA + \gamma_2 DCP + \gamma_3 VarCA + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (1)$$

Rappel d'hypothèse : *H1b : Dans le contexte des sociétés non-financières cotées sur la BRVM, la concentration de l'actionnariat constitue une réponse à la protection faible des investisseurs ;*

$$Govindex2_{it} = \alpha Govindex2_{it-1} + \beta Iprospect_{it} + \gamma_1 LnTA + \gamma_2 DCP + \gamma_3 VarCA + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (2)$$

Rappel d'hypothèse : *H1c : Les sociétés non-financières cotées sur la BRVM tendent à être plus transparentes lorsque les investisseurs sont mieux protégés ;*

$$Govindex3_{it} = \alpha Govindex3_{it-1} + \beta Ipropect_{it} + \gamma_1 LnTA + \gamma_2 DCP + \gamma_3 VarCA + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (3)$$

Rappel d'hypothèse : *H1d : Les avantages accordés aux administrateurs des sociétés non-financières cotées sur la BRVM s'améliorent et sont publiées avec le niveau d'amélioration de la protection des investisseurs ;*

$$Govindex4_{it} = \alpha Govindex4_{it-1} + \beta Ipropect_{it} + \gamma_1 LnTA + \gamma_2 DCP + \gamma_3 VarCA + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (4)$$

Rappel d'hypothèse : *H1e : Les pratiques liées à l'éthique et RSE sont mises en œuvre dans les sociétés non-financières cotées à BRVM lorsque la protection des investisseurs s'améliore.*

$$Govindex5_{it} = \alpha Govindex5_{it-1} + \beta Ipropect_{it} + \gamma_1 LnTA + \gamma_2 DCP + \gamma_3 VarCA + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (5)$$

2-2- Lien entre pratiques de gouvernance d'entreprise et performances des sociétés

Rappel d'hypothèse H2a : *La séparation des fonctions de Directeur et de Président du conseil d'administration affecte négativement les performances opérationnelle et boursières des sociétés non-financières cotées sur la BRVM ;*

$$ROA_{it} = \alpha ROA_{it-1} + \beta Scfca1_{it} + \gamma_1 LnTA + \gamma_2 DCP + \gamma_3 VarCA + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (6)$$

$$TobinQ_{it} = \alpha TobinQ_{it-1} + \beta Scfca1_{it} + \gamma_1 LnTA + \gamma_2 DCP + \gamma_3 VarCA + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (7)$$

Rappel d'hypothèse H2b : *Les sociétés non-financières cotées sur la BRVM sont plus performantes lorsqu'elles disposent à la fois d'un comité directoire organisé et d'un conseil d'administration ;*

$$ROA_{it} = \alpha ROA_{it-1} + \rho ROA_{it-2} + \beta Bicameral_{it} + \gamma_1 LnTA + \gamma_2 DCP + \gamma_3 VarCA + \gamma_4 SECT + \mu_i + \pi_i + \epsilon_{it} \quad (8)$$

$$TobinQ_{it} = \alpha TobinQ_{it-1} + \rho TobinQ_{it-2} + \beta \mathbf{Bicameral}_{it} + \gamma_1 \text{LnTA} + \gamma_2 \text{DCP} + \gamma_3 \text{VarCA} + \gamma_4 \text{SECT} + \mu_i + \pi_i + \epsilon_{it} \quad (9)$$

Rappel d'hypothèse H2c : *L'augmentation de la taille du conseil d'administration dans les sociétés non-financières cotées sur la BRVM précède l'amélioration de leurs performances ;*

$$ROA_{it} = \alpha ROA_{it-1} + \beta \mathbf{TailCA}_{it} + \gamma_1 \text{LnTA} + \gamma_2 \text{DCP} + \gamma_3 \text{VarCA} + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (10)$$

$$TobinQ_{it} = \alpha TobinQ_{it-1} + \beta \mathbf{TailCA}_{it} + \gamma_1 \text{LnTA} + \gamma_2 \text{DCP} + \gamma_3 \text{VarCA} + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (11)$$

Rappel d'hypothèse H2d : *La présence d'investisseurs financiers et institutionnels dans le capital des sociétés non-financières cotées sur la BRVM a un effet positif sur leurs performances boursière et opérationnelle ;*

$$ROA_{it} = \alpha ROA_{it-1} + \rho ROA_{it-2} + \beta \mathbf{Presinst}_{it} + \gamma_1 \text{LnTA} + \gamma_2 \text{DCP} + \gamma_3 \text{VarCA} + \gamma_4 \text{SECT} + \mu_i + \pi_i + \epsilon_{it} \quad (12)$$

$$TobinQ_{it} = \alpha TobinQ_{it-1} + \rho TobinQ_{it-2} + \beta \mathbf{Presinst}_{it} + \gamma_1 \text{LnTA} + \gamma_2 \text{DCP} + \gamma_3 \text{VarCA} + \gamma_4 \text{SECT} + \mu_i + \pi_i + \epsilon_{it} \quad (13)$$

Rappel d'hypothèse H2e : *La concentration de l'actionnariat influence positivement la performance opérationnelle et la performance boursière des sociétés non-financières cotées sur la BRVM ;*

$$ROA_{it} = \alpha ROA_{it-1} + \rho ROA_{it-2} + \beta \mathbf{Concat}_{it} + \gamma_1 \text{LnTA} + \gamma_2 \text{DCP} + \gamma_3 \text{VarCA} + \gamma_4 \text{SECT} + \mu_i + \pi_i + \epsilon_{it} \quad (14)$$

$$TobinQ_{it} = \alpha TobinQ_{it-1} + \rho TobinQ_{it-2} + \beta \mathbf{Concat}_{it} + \gamma_1 \text{LnTA} + \gamma_2 \text{DCP} + \gamma_3 \text{VarCA} + \gamma_4 \text{SECT} + \mu_i + \pi_i + \epsilon_{it} \quad (15)$$

Rappel d'hypothèse H2f : *La présence d'investisseurs financiers et institutionnels modère négativement l'effet de la concentration de l'actionnariat sur les performances opérationnelle et boursière des sociétés non financière cotées sur la BRVM ;*

Model de régression additive (ADD)

$$ROA_{it} = \alpha ROA_{it-1} + \rho ROA_{it-2} + b1\mathbf{Concat}_{it} + b2\mathbf{Presinst}_{it} + \gamma_1 \text{LnTA} + \gamma_2 \text{DCP} + \gamma_3 \text{VarCA} + \gamma_4 \text{SECT} + \mu_i + \pi_i + \epsilon_{it} \quad (16)$$

$$TobinQ_{it} = \alpha TobinQ_{it-1} + \rho TobinQ_{it-2} + b1\mathbf{Concat}_{it} + b2\mathbf{Presinst}_{it} + \gamma_1 \text{LnTA} + \gamma_2 \text{DCP} + \gamma_3 \text{VarCA} + \gamma_4 \text{SECT} + \mu_i + \pi_i + \epsilon_{it} \quad (17)$$

Modèle de Régression Modérée (MMR)

$$ROA_{it} = \alpha ROA_{it-1} + \rho ROA_{it-2} + c1\mathbf{Concat}_{it} + c2\mathbf{Presinst}_{it} + c3\mathbf{Presinst} * \mathbf{Concat}_{it} + \gamma_1 \text{LnTA} + \gamma_2 \text{DCP} + \gamma_3 \text{VarCA} + \gamma_4 \text{SECT} + \mu_i + \pi_i + \epsilon_{it} \quad (18)$$

$$TobinQ_{it} = \alpha TobinQ_{it-1} + \rho TobinQ_{it-2} + c1\mathbf{Concat}_{it} + c2\mathbf{Presinst}_{it} + c3\mathbf{Presinst} * \mathbf{Concat}_{it} + \gamma_1 \text{LnTA} + \gamma_2 \text{DCP} + \gamma_3 \text{VarCA} + \gamma_4 \text{SECT} + \mu_i + \pi_i + \epsilon_{it} \quad (19)$$

Rappel d'hypothèse H2g : *Plus les sociétés non-financières cotées sur la BRVM respectent les normes de gouvernance liées à la transparence, plus leurs performances opérationnelle et boursière augmentent ;*

$$ROA_{it} = \alpha ROA_{it-1} + \beta \mathbf{Govindex3}_{it} + \gamma_1 \text{LnTA} + \gamma_2 \text{DCP} + \gamma_3 \text{VarCA} + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (20)$$

$$TobinQ_{it} = \alpha TobinQ_{it-1} + \beta \mathbf{Govindex3}_{it} + \gamma_1 \text{LnTA} + \gamma_2 \text{DCP} + \gamma_3 \text{VarCA} + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (21)$$

Rappel d'hypothèse H2h : *La publication des avantages accordés aux administrateurs sert de signal pour le public et permet de renforcer les performances opérationnelle et boursière des sociétés non-financières cotées ;*

$$ROA_{it} = \alpha ROA_{it-1} + \beta \mathbf{Govindex4}_{it} + \gamma_1 \text{LnTA} + \gamma_2 \text{DCP} + \gamma_3 \text{VarCA} + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (22)$$

$$TobinQ_{it} = \alpha TobinQ_{it-1} + \beta \mathbf{Govindex4}_{it} + \gamma_1 \text{LnTA} + \gamma_2 \text{DCP} + \gamma_3 \text{VarCA} + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (23)$$

Rappel d'hypothèse H2i : *Les pratiques éthiques et RSE ont un effet dynamique positif sur les performances des sociétés non-financières cotées sur la BRVM ;*

$$ROA_{it} = \alpha ROA_{it-1} + \beta \text{Govindex5}_{it} + \gamma_1 \text{LnTA} + \gamma_2 \text{DCP} + \gamma_3 \text{VarCA} + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (24)$$

$$\text{TobinQ}_{it} = \alpha \text{TobinQ}_{it-1} + \beta \text{Govindex5}_{it} + \gamma_1 \text{LnTA} + \gamma_2 \text{DCP} + \gamma_3 \text{VarCA} + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (25)$$

2-3- Business Model et performances des sociétés

Rappel des hypothèses :

H3 : Le Business Model des sociétés affecte positivement leurs performances

H3a : Plus le Business Model de la société est orienté innovation, plus elle est performante ;

H3b : Le Business Model orienté Lock-In affecte positivement la performance de la société ;

H3c : Le Business Model orienté complémentarité output affecte positivement la performance de la société ;

H3d : Plus le design du Business Model de la société est efficient, plus elle est performante ;

H3e : Plus le design du Business Model est orienté vers la publication des perspectives de croissance (comptabilité d'intention), plus la société est performante.

$$ROA_{it} = \alpha ROA_{it-1} + \beta \text{BM}_{it} + \gamma_1 \text{LnTA}_{it} + \gamma_2 \text{DCP}_{it} + \gamma_3 \text{VarCA}_{it} + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (26)$$

$$\text{TobinQ}_{it} = \alpha \text{TobinQ}_{it-1} + \beta \text{BM}_{it} + \gamma_1 \text{LnTA}_{it} + \gamma_2 \text{DCP}_{it} + \gamma_3 \text{VarCA}_{it} + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (27)$$

2-4- Indice de gouvernance global, médiateur dans la relation entre protection des investisseurs et performances

Rappel d'hypothèse H4a- *Une protection forte des investisseurs a un effet positif sur les performances opérationnelle et boursière des sociétés non-financières cotées sur la BRVM ;*

$$ROA_{it} = \alpha ROA_{it-1} + \beta \text{Iprotect}_{it} + \gamma_1 \text{LnTA} + \gamma_2 \text{DCP} + \gamma_3 \text{VarCA} + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (28)$$

$$\text{TobinQ}_{it} = \alpha \text{TobinQ}_{it-1} + \beta \text{Iprotect}_{it} + \gamma_1 \text{LnTA} + \gamma_2 \text{DCP} + \gamma_3 \text{VarCA} + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (29)$$

Rappel d'hypothèse H4b : *Les pratiques de gouvernance globales jouent un rôle médiateur dans le lien entre la protection des investisseurs et les performances des sociétés non-financières cotées sur la BRVM ;*

$$Govindex_{it} = \alpha Govindex_{it-1} + \beta Iprotect_{it} + \gamma_1 LnTA + \gamma_2 DCP + \gamma_3 VarCA + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (30)$$

$$ROA_{it} = \alpha ROA_{it-1} + \beta Iprotect_{it} + \beta' Govindex_{it} \gamma_1 LnTA + \gamma_2 DCP + \gamma_3 VarCA + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (31)$$

$$TobinQ_{it} = \alpha TobinQ_{it-1} + \beta Iprotect_{it} + \beta' Govindex_{it} \gamma_1 LnTA + \gamma_2 DCP + \gamma_3 VarCA + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (32)$$

2-5- Business Model, médiateur de la relation entre indice de gouvernance global et performances

Rappel d'hypothèse H5a : *L'indice de gouvernance global des sociétés non-financières cotées sur la BRVM affecte positivement leurs performances opérationnelle et boursière ;*

$$ROA_{it} = \alpha ROA_{it-1} + \beta Govindex_{it} + \gamma_1 LnTA + \gamma_2 DCP + \gamma_3 VarCA + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (33)$$

$$TobinQ_{it} = \alpha TobinQ_{it-1} + \beta Govindex_{it} + \gamma_1 LnTA + \gamma_2 DCP + \gamma_3 VarCA + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (34)$$

Rappel d'hypothèse H5b : *Le Business Model médiatise le lien entre les pratiques de gouvernance et les performances opérationnelle et boursière des sociétés non-financières cotées sur la BRVM.*

$$BM_{it} = \alpha BM_{it-1} + \beta Govindex_{it} + \gamma_1 LnTA + \gamma_2 DCP + \gamma_3 VarCA + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (35)$$

$$ROA_{it} = \alpha ROA_{it-1} + \beta BM_{it} + \beta' Govindex_{it} \gamma_1 LnTA + \gamma_2 DCP + \gamma_3 VarCA + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (36)$$

$$TobinQ_{it} = \alpha TobinQ_{it-1} + \beta BM_{it} + \beta' Govindex_{it} \gamma_1 LnTA + \gamma_2 DCP + \gamma_3 VarCA + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (37)$$

II- Méthodes de tests empiriques

Comme précédemment évoqué, il existe plusieurs manières d'estimer un modèle de régression dynamique : l'estimateur GMM en première différence d'Arellano et Bond (1991), l'estimateur GMM system de Blundell et Bond (1998), *Least Square Dummy Variable* (LSDV) dont xtlsdvc calcule des estimateurs LSDV corrigés du biais pour le modèle de données de panel autorégressif standard en utilisant les approximations de biais de Bruno (2005 a) qui a étendu les résultats de Bun et Kiviet (2003), Kiviet (1999) et Kiviet (1995) aux panels non équilibrés. L'estimateur en différence première d'Arellano et Bond (1991) consiste à instrumenter les variables explicatives de l'équation en première différence par les valeurs en niveau retardées d'une période ou plus.

L'estimateur en GMM system de Blundell et Bond (1998) combine à la fois les équations en première différence et celles en niveau ; l'instrumentation des variables explicatives est effectuée à partir de leurs premières différences. Il est utilisé dans cette thèse l'estimateur GMM system développé par Blundell et Bond (1998) et l'estimateur LSDVC. Les auteurs (Dang et al., 2015; Ullah et al., 2018) ont montré à l'aide de simulation Monte Carlo que ces estimateurs sont les plus performants.

Par ailleurs, l'estimateur GMM system de Blundell et Bond (1998) permet de tenir compte de la complexité de la relation entre les facteurs institutionnels et les performances et de traiter le problème d'endogénéité. En effet, la majorité des études qui mettent en relation la performance et les variables de gouvernance utilisent l'estimateur de moindres carrés ordinaires (MCO) qui ne permet pas de traiter le problème d'endogénéité des variables (Wintoki et al., 2012). L'endogénéité est source de biais des résultats et sa non prise en compte pourrait mettre en doute les résultats obtenus voire les invalider (Semadeni et al., 2014; Wintoki et al., 2012).

Il existe plusieurs sources d'endogénéité : l'omission de variables, les problèmes de variables invariant dans le temps, les erreurs de mesures, l'existence d'une causalité inverse entre variable dépendante et variables indépendantes (Wooldridge, 2002). L'estimateur GMM system de Blundell et Bond (1998) est ainsi utilisé lorsque la variable indépendante est de type time-invariant et lorsque la variable indépendante varie dans le temps, l'estimateur considéré est LSDVC.

Bun et Kiviet (2001) ont démontré que les erreurs-types asymptotiques estimées peuvent être de mauvaises approximations dans de petits échantillons, la signification statistique des coefficients LSDVC a été testée à l'aide d'erreurs-types bootstrappées (voir aussi Bruno (2005 b)). La validation des estimations GMM system en panel dynamique tient à deux types de tests.

D'une part, le test de sur-identification de Hansen (ou Sargan test) permet de tester la validité des variables retardées comme instruments (l'hypothèse nulle étant que les instruments sont valides). D'autre part, deux tests définis par Arellano et Bond (1991) sont utilisés pour vérifier la validité de l'hypothèse nulle respectivement d'autocorrélation des résidus de premier ordre (AR1) et d'absence d'autocorrélation d'ordre deux dans les erreurs de l'équation en différences premières (AR2).

Dans le cadre de cette thèse, lorsque la variable indépendante considérée est de type *time-invariant*, l'estimateur LSDVC n'est plus utilisé, l'estimateur GMM system Blundell and Bond est le plus adapté pour les *time-invariant variables*. Doz et al. (2011) ont montré la cohérence d'une estimation en deux étapes (two-step) des facteurs dans un modèle de facteur approximatif dynamique lorsque le panel de séries temporelles est grand (n grand). Le GMM two-step est utilisable pour les grands nombres d'individus, mais il faut prendre des dispositions pour raison d'endogénéité (Kiviet et al., 2017). Pour pallier ce problème de taille de l'échantillon, l'estimateur GMM-BB a été préféré à GMM-AB comme l'ont suggéré Kiviet et al. (2017).

Le biais d'endogénéité peut mener à des estimations incohérentes et à des inférences incorrectes ; ce qui peut donner des conclusions trompeuses et des interprétations théoriques inappropriées. Parfois, un tel biais peut même conduire à des coefficients ayant le mauvais signe. Ullah et al. (2018) ont démontré méthodologiquement comment détecter et traiter les problèmes d'endogénéité dans les données de panel. Les auteurs ont fourni des commandes génériques STATA qui peuvent être utilisées par les chercheurs pour implémenter un modèle GMM qui contrôle mieux les trois sources d'endogénéité, à savoir l'hétérogénéité non observée, la simultanéité et l'endogénéité dynamique. Pour les *time-invariant variables*, cet estimateur a permis de tester les régressions.

Pour les tests de médiation, étant donné les nombreuses mises en garde (Huang & Yuan, 2017; Maxwell & Cole, 2007; Maxwell et al., 2011; Pitariu & Ployhart, 2010; Selig & Preacher, 2009) contre l'utilisation imprudente d'une méthodologie de médiation basée sur des régressions linéaires simples dans des situations où une telle méthodologie ne convient pas, le modèle de médiation dynamique autorégressive proposé par Huang et Yuan (2017) a été adapté aux variables de l'étude. Le temps est ajouté comme variable pour tenir compte de l'amélioration apportée par Huang et Yuan (2017) au modèle de Maxwell et al. (2011). Par exemple, le modèle

de médiation autorégressive dynamique considère explicitement qu'une certaine quantité de temps doit s'écouler entre la cause et son effet. Compte tenu l'effet plus ou moins immédiat que peut engendrer la variation de la protection des investisseurs et des pratiques de gouvernances sur les performances, les variables explicatives n'ont pas été retardées ; seules les variables à expliquer ont été retardées.

En ce qui concerne la modération, la méthode de transformation orthogonale proposée par McClelland et al. (2017) a été utilisée avec l'estimateur GMM Blundell et Bond (1998).

Les différents tests sont synthétisés dans le tableau ci-après :

Tableau 17 : Synthèses des régressions

Modèles	Explication des liens	Estimateur utilisé
M1 à M5	Lien entre protection des investisseurs et pratiques de gouvernance	LSDVC
M6 et M7	Séparation des fonctions de DG et PCA et Performances	LSDVC
M8 et M9	Forme bicamérale du conseil d'administration et performances	GMM-BB
M10 et M11	Taille du conseil d'administration et performances	LSDVC
M12 et M13	Présence d'investisseurs institutionnels et performances	GMM-BB
M14 et M15	Concentration de l'actionnariat et performances	GMM-BB
M16 à M19	Effet modérateur de la présence d'investisseurs institutionnels dans la relation entre concentration de l'actionnariat et performances	GMM-BB
M20 à M25	Effets des pratiques de gouvernance (transparence, publication de la rémunération des administrateurs, pratiques éthiques et RSE) sur les performances	LSDVC
M26 à M27	Effet du Business Model sur les performances	LSDVC
M30 à M32	Rôle médiateur de l'indice de gouvernance global dans la relation Protection des investisseurs et performances	LSDVC
M33 à M37	Rôle médiateur du Business Model dans la relation indice de gouvernance global et performances	LSDVC

Pour conclure ce chapitre, il peut être retenu que la méthodologie s'insère dans une logique hypothético-déductive, avec en préambule, une exploration théorique simple de revue de littérature, par opposition à une exploration théorique pure au sens épistémologique du terme, ayant conduit à la conception et la conceptualisation des hypothèses de cette recherche. Les

tests statistiques sont proposés en tenant compte des exigences en matière de données de gouvernance d'entreprise et des critiques qu'ont connu les tests de médiation dynamique.

Il peut être retenu que la thèse est conduite dans un terrain caractérisé par l'incertitude économique due à la crise politique (de 2000 à 2010) en Côte d'Ivoire. En effet, vingt-cinq (25) sociétés des vingt-six de l'échantillon de l'étude sont en Côte d'Ivoire. Pour aboutir à des résultats concluants, cette thèse adopte une approche mixte parallèle convergente. Selon une dimension de cette approche, les chercheurs peuvent fusionner les données qualitatives codifiées en changeant les codes qualitatifs ou les thèmes en variables quantitatives, puis en combinant les deux bases de données quantitatives, une procédure appelée transformation des données. C'est cette méthode qui a été utilisée.

Le positionnement épistémologique adopté est le post-positivisme. Les post-positivistes ont une philosophie déterministe dans laquelle les causes déterminent (probablement) les effets ou les résultats. Ainsi, les problèmes étudiés par les post-positivistes reflètent la nécessité d'identifier et d'évaluer les causes qui influencent les résultats, telles que celles trouvées dans les expériences. Il est également réductionniste en ce que l'intention est de réduire les idées dans un petit ensemble discret à tester, telles que les variables qui comprennent des hypothèses et des questions de recherche.

La connaissance qui se développe à travers une lentille post-positiviste est basée sur une observation et mesure de la réalité objective qui existe dans le monde. Enfin, il existe des lois ou des théories qui régissent le monde, et celles-ci doivent être testées ou vérifiées et affinées afin de comprendre le monde.

Les données de la finance d'entreprise sont de nature endogène. Les pratiques de gouvernance d'entreprise d'une année N, probablement, vont influencer les résultats de l'année suivante. En effet, les estimateurs dynamiques se révèlent les plus adaptés. Les estimateurs LSDVC et GMM ont été utilisés pour obtenir les résultats consignés au chapitre 4 de cette thèse.

CHAPITRE 4 : Présentation, analyse et discussion des résultats

Dans ce chapitre, le but est d'expliquer les résultats de la recherche. En science, expliquer consiste à utiliser des théories et des faits pour montrer en quoi et comment les variables de gouvernance d'entreprise, de protection des investisseurs et de Business Model sont bel et bien la cause des niveaux de performance des sociétés de l'échantillon. En d'autres termes, il s'agit de dire pourquoi une hypothèse est confirmée ou encore, pourquoi elle ne l'est pas.

Cette explication permettra donc de répondre si les facteurs institutionnels et le Business Model des sociétés non-financières cotées sur la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières favorisent leurs performances. La première section est consacrée à la présentation des résultats. En ce qui concerne cette rubrique, les statistiques descriptives et les tests économétriques ont été présentés et commentés.

La seconde section est consacrée à la discussion et à la portée de l'étude. La discussion a consisté à comparer les résultats obtenus à ceux d'autres auteurs précédemment énoncés dans la problématique et la recension des études antérieures et à produire une explication de ceux-ci en tenant compte du contexte de l'étude. La portée a permis de comparer les résultats obtenus aux résultats d'autres recherches dont les échantillons sont similaires à celui de cette thèse et à envisager ou non la possibilité de généraliser les résultats.

SECTION 1 : Présentation des résultats

I- Statistiques descriptives

Les statistiques descriptives ont permis de décrire, c'est-à-dire de résumer ou représenter, par des statistiques, les données relatives aux variables de l'étude.

1- Statistiques descriptives des variables de mesure des performances opérationnelle et boursière.

Le tableau 18 ci-après résume les statistiques descriptives des variables utilisées dans les régressions pour la mesure de la performance opérationnelle (ici ROA) et de la performance boursière (ici Q de Tobin). Les 26 sociétés de l'échantillon de cette étude ont en moyenne une rentabilité des actifs investis (ROA) de 0,0352464. Les rentabilités minimale et maximale des actifs investis sont respectivement de -2,902665 et 1,069182. Les différents Q de Tobin (Tobinq) des différentes sociétés de l'échantillon ont une moyenne qui tourne autour de 1,762703. Le Q de Tobin minimal est 0,3289953 et le maximum est 40,66667.

Pour rendre stationnaires ces variables, en vue de prendre en compte les exigences des estimateurs GMM, les différences premières des données relatives à ces variables ont été calculées. La moyenne des différences premières des taux de rentabilité des actifs investis des sociétés de l'échantillon est -2,277964. Les différences premières minimale et maximale de la rentabilité des actifs investis sont respectivement de -484,8963 et 39,18281. En ce qui concerne les différences premières de Q de Tobin, la moyenne s'établit au tour de 0,0830028 ; les Q de Tobin, en termes de différences premières minimale et maximale, sont respectivement -0,9077042 et 4,270782.

Tableau 18 : Statistiques descriptives des variables de mesure des performances opérationnelle et boursière

Variabes	Obs.	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Maximum
Roa	390	0,0352464	0,2457325	-2,902665	1,069182
Droa	390	-2,277964	31,21104	-484,8963	39,18281
Tobinq	390	1,762703	2,986587	0,3289953	40,66667
Dtobinq	390	0,0830028	0,4762244	-0,9077042	4,270782

2- La distribution des facteurs institutionnels

Le tableau 19 montre la distribution des variables liées aux facteurs institutionnels. La séparation des fonctions de Directeur et Président du Conseil d'Administration (Scfca1) est une variable binaire. Elle présente une moyenne de 0,7282051. La forme bicamérale (Bicameral) du Conseil d'administration est également une variable binaire. La moyenne de cette variable est 0,4230769. Moins de la moitié des sociétés ont adopté un conseil d'administration et un conseil d'administration dont les membres sont connus et notifiés dans les rapports annuels.

La majorité des sociétés cotées sur la BRVM ont donc séparé les deux fonctions. On note que pour la taille du conseil d'administration (tailca), la moyenne s'établit autour de 8,115385 avec un minimum de 3 membres et un maximum de 14 membres par société sur la période d'étude (2000 à 2014). Seule une seule société a eu pendant ces deux premières années en bourse un nombre d'administrateurs dépassant les normes (maximum 12).

La concentration de l'actionnariat (indice Herfindahl nommé « concat » et égal à la somme des carrés des pourcentages de capitaux détenus par, au plus, les quatre principaux actionnaires dont chaque pourcentage de détention dépasse 5 %) s'établit autour d'une moyenne de 53,63337 %. L'indice Herfindahl minimal est 14,51976 % et le maximum est 144,2557 %. La présence d'investisseurs financiers et institutionnels (presinst) qui est une variable binaire a une moyenne de 0,3461538. L'indice de gouvernance relatif à la structure et au fonctionnement du conseil d'administration (govindex1) s'établit autour d'une moyenne de 2,920513. La structure de propriété (govindex2) qui caractérise la concentration de l'actionnariat, en termes de score, a une moyenne de 1,94615 avec un maximum de 3 points. L'indice « govindex3 » est relatif aux pratiques de rémunération de la société. Il s'établit autour d'une moyenne de 2,584615 avec un maximum de 4 points. L'indice « govindex4 » traite de la transparence des sociétés, il a une moyenne de 1 point sur un maximum de 2 points. La question de l'éthique et des pratiques RSE mesurée par « govindex5 » s'établit autour d'une moyenne de 1,876923 avec un maximum de 3 points. L'indice global de gouvernance qui capte les pratiques globales de gouvernance de la société et qui est la somme des scores des autres pratiques de gouvernance a une moyenne de 10,32821 avec un maximum de 16 points.

En ce qui concerne la protection des investisseurs minoritaires (Iprotect) qui est un indice qui peut prendre entre 0 et 10 points, selon la Banque mondiale, mesure la protection des investisseurs minoritaires dans le pays d'origine de la société cotée. Cet indice a une moyenne de 1,432424 avec un maximum de 3,581818 pour le Sénégal et la Côte d'Ivoire.

Tableau 19 : Statistiques descriptives des variables mesurant les facteurs institutionnels

Variables		Obs.	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Maximum
Pratiques de gouvernance	Sefcal	390	0,7282051	0,4454562	0	1
	Bicameral	390	0,4230769	0,494682	0	1
	Tailca	390	8,115385	2,931001	3	14
	Concat	390	0,4728727	0,213432	0,1451976	0,9187223
	Presinst	390	0,3461538	0,4763541	0	1
	Govindex1	390	2,920513	1,271131	0	6
	Govindex2	390	1,946154	0,5066885	1	3
	Govindex3	390	2,584615	0,864477	0	4
	Govindex4	390	1	0,6332679	0	2
	Govindex5	390	1,876923	0,9432377	0	3
	Govindex	390	10,32821	2,478696	5	16
Protection des investisseurs	Iprotect	390	1,432424	0,7901742	1	3,581818

Source : Auteur

3- La distribution du Business Model des sociétés non-financières cotées sur la BRVM

Le tableau 20 présente la distribution des sous-variables du Business Model. Il faut le rappeler, le Business Model des sociétés a été appréhendé ici par les *Design themes* (appelés NICE design) de l'armature du design d'un système d'activité des sociétés de l'échantillon auquel a été ajouté l'usage de la comptabilité d'intention, c'est-à-dire la publication des perspectives de croissance de la société dans la logique d'animation du marché boursier. On note que le Business Model orienté innovation a une moyenne de 4,697436 sur un maximum de 7 points, le Business Model orienté lock-in (réseautage avec les parties prenantes de la société) a une moyenne de 4,702564 sur un total de 7 points, le Business Model orienté complémentarité a une moyenne de 3,328205 sur un maximum de 5 points, le Business Model orienté complémentarité entre les produits de la sociétés a une moyenne de 4,641026 sur un maximum de 7 points et le Business Model orienté comptabilité d'intention a une moyenne de 2,646154 avec un maximum de 4 points. Le Business Model global des sociétés a une moyenne de 20,01538 sur un maximum de 30 points.

L'usage de la comptabilité d'intention à un écart-type le plus faible ; les sociétés de l'échantillon d'étude ont donc plus tendance à faire usage de la publication de leurs perspectives

de croissance dans le processus de création de la richesse. Il est suivi dans l'ordre par la complémentarité entre les produits, l'innovation, le lock-in et en dernière position l'efficacité productive.

Tableau 20 : Statistiques descriptives des *design themes* du Business Model des sociétés

Variable	Obs.	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Maximum
Bm1	390	4,641026	3,158106	0	7
Bm2	390	4,697436	3,140374	0	7
Bm3	390	4,702564	3,157192	0	7
Bm4	390	3,328205	2,22973	0	5
Bm5	390	2,646154	1,781921	0	4
Bm	390	20,01538	13,19382	0	30

4- La distribution des variables de contrôle

Le tableau 21 donne la distribution des variables de contrôle utilisées. On note que la variable Taille de la société (Inta : logarithme népérien du total actif) a une moyenne de 10,2617 avec un maximum de 13,92696 et le secteur d'activité de la société (sector : variable binaire) a une moyenne de 0,15 sur un maximum 1 point. Ceci matérialise le nombre très petit de sociétés du secteur agricole. On constate également que la moyenne des opportunités de croissance mesurées par la croissance du chiffre d'affaire est de 2,451079 avec un maximum de 893,7273. Cette statistique montre que les sociétés de l'échantillon sont globalement peu attractives. Le bras du levier financier (d/cp) a une moyenne de -10,63769. Si la moyenne du bras de levier financier est négative, cela suppose qu'en moyenne, les sociétés de l'échantillon d'étude ont des capitaux propres négatifs sur la période d'étude, la dette étant positive, c'est-à-dire qu'en moyenne le montant des dettes est plus important que le montant de ses actifs. C'est une situation peu rassurante pour les partenaires (clients, banques, fournisseurs).

Tableau 21 : Statistiques descriptives des variables de contrôle

Variable	Obs.	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Maximum
Lnta	390	10,2617	1,538429	5,068904	13,92696
Sector	390	0,1538462	0,3612647	0	1
Varca	390	2,451079	45,26182	-0,9422244	893,7273
Dcp	390	-10,63769	265,2944	-5229	147,6922

II- Résultats économétriques

Cette partie de la thèse est consacrée à la présentation et à l'interprétation des résultats relatifs aux liens entre les variables. Ces liens sont testés à l'aide des régressions dynamiques comme il a été annoncé dans la méthodologie. Dans un premier temps, l'effet de la protection des investisseurs sur les pratiques de gouvernance a été présenté.

Dans un deuxième temps, il a été question des résultats relatifs à l'effet des pratiques de gouvernance sur les performances des sociétés non-financières cotées sur la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières. A ce niveau, l'effet modérateur de la présence des investisseurs financiers et institutionnels dans le capital des sociétés dans la relation entre la concentration de l'actionnariat les performances de ces sociétés a été mesuré. Enfin, les résultats de l'effet médiateur des pratiques globales de gouvernance dans la relation entre la protection des investisseurs et les performances et ceux de l'effet médiateur du Business Model dans la relation entre les pratiques globales de gouvernance et les performances des sociétés non-financières cotées sur la BRVM ont été présentés.

1- Protection des investisseurs minoritaires et pratiques de gouvernance d'entreprise

Il est présenté ici, les résultats des régressions des équations relatives à l'effet de la protection des investisseurs minoritaires sur les pratiques de gouvernance, c'est-à-dire : la structure, la composition et fonctionnement du conseil d'administration ; la structure de propriété ; la transparence, la publication de l'information comptable et audit ; le conseil de rémunération ; l'éthique. Cinq (5) modèles (Modèle 1 à Modèle 5) ont permis de tester cet effet. Ces résultats sont présentés dans le tableau 22.

Tableau 22 : Résultats de la régression estimant le lien entre le degré de protection des investisseurs minoritaires et les pratiques de gouvernance

	Modèle (1)	Modèle (2)	Modèle (3)	Modèle (4)	Modèle (5)
	Govindex1	Govindex2	Govindex3	Govindex4	Govindex5
VARIABLES					
L.Govindex(.)	0.0923** (0.0471)	1.087*** (0.0268)	1.025*** (0.0216)	0.234*** (0.0365)	0.660*** (0.0317)
Iprotect	0.234*** (0.0432)	-0.0567*** (0.0187)	0.170*** (0.0326)	0.234*** (0.0649)	0.157** (0.0636)
Lnta	0.00551 (0.0407)	0.00186 (0.0142)	-0.0605** (0.0270)	-0.0863 (0.0618)	-0.165*** (0.0612)
Varca	0.000302 (0.000327)	1.07e-06 (0.000140)	-0.000393 (0.000259)	-0.000939** (0.000471)	-0.000530 (0.000445)
Dcp	-5.03e-07 (0.000118)	7.54e-06 (5.25e-05)	1.52e-05 (9.85e-05)	0.000125 (0.000177)	-1.66e-05 (0.000163)
Muette année	Oui	Non	Oui	Oui	Oui
Observations	364	364	364	364	364
Number of id	26	26	26	26	26

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

L'effet de la protection des investisseurs minoritaires sur la structure, l'organisation et le fonctionnement du conseil d'administration des sociétés non-financières cotées à BRVM a été de test dans le modèle (1). Seuls les scores relatifs à l'indépendance du conseil d'administration ont été pris en compte dans cette régression (la séparation des fonctions de Président du Conseil d'Administration et de Directeur Général, la non-appartenance au Conseil d'administration du Directeur Général, la forme bicamérale du Conseil d'Administration). Cet effet a été testé par l'estimateur LSDVC. Selon les résultats du Modèle (1) ci-dessus, la variable « protection des investisseurs minoritaires » (Iprotect) présente un effet positif et significatif au seuil de 1% sur les pratiques de gouvernance d'entreprise mesurée par la structure, l'organisation et le fonctionnement du conseil d'administration (Govindex1). En conséquence, lorsque la protection des investisseurs minoritaires s'améliore, les fonctions de dirigeant et de président du conseil d'administration tendent à être séparées et la gouvernance des sociétés tend vers un modèle de type bicaméral. En ce qui concerne les variables de contrôle, aucune d'entre elle

n'est significative. La variable retardée est significative et justifie l'utilisation de modèles dynamiques.

Le modèle (2) est destiné à tester l'effet de la protection des investisseurs minoritaires sur la structure de propriété (Présence d'actionnaire majoritaire détenant plus de 10% du capital ; Actions concentrées dans les mains de 5 actionnaires majoritaires ; Existence d'une politique de dividende). Les résultats obtenus ci-dessus montrent que la variable protection des investisseurs minoritaires (Iprotect) présente un effet négatif et significatif au seuil de 1% sur la structure de propriété (Govindex2). Ainsi, lorsque la protection des investisseurs minoritaires est forte, l'actionnariat tend à être moins concentré. Les variables de contrôle et l'effet temps ne sont pas significatifs.

L'effet de la protection des investisseurs minoritaires sur la transparence (la publication de l'information comptable et les pratiques d'audit) est testé par le modèle (3). Le tableau 22 ci-dessus résume les résultats obtenus par le test de ce modèle. Les résultats obtenus ci-dessus montrent que la variable protection des investisseurs minoritaires (Iprotect) a un effet positif et significatif au seuil de 1% sur le score de gouvernance d'entreprise mesurée par la publication des pratiques de gouvernance, la publication de l'information comptable et la pratique d'audit des sociétés non-financières (Govindex3). En effet, lorsque la protection des investisseurs minoritaires tend à être forte, les sociétés non-financières cotées sur la BRVM tendent à publier les pratiques de gouvernance et l'information comptable. La variable de contrôle taille de la société, mesurée par le logarithme népérien du total actif a un effet négatif et significatif au seuil de 5% sur la publication de l'information comptable et la pratique d'audit des sociétés. La publication des pratiques de gouvernance, la publication de l'information comptable et la pratique d'audit des sociétés de l'exercice précédent influencent positivement et significativement au seuil de 1% la pratique de l'année en cours. La significativité de la variable retardée montre que l'utilisation de modèles dynamiques est justifiée. L'effet temps est remarquable et significatif au seuil de 1% en ce qui concerne ce test.

L'effet de la protection des investisseurs minoritaires sur les pratiques liées à la publication des avantages accordés aux administrateurs et l'adoption d'une politique de rémunération est résumé dans le modèle (4). Les résultats du test de ce modèle montrent un effet positif et significatif au seuil de 1% de la protection des investisseurs minoritaires sur les pratiques de gouvernance qui traitent de la rémunération.

En effet, lorsque la protection des investisseurs minoritaires est forte, les politiques et standard de rémunération tendent à être mis en place, la compensation du Président et des membres du Conseil d'Administration tend à être publiée dans les rapports annuels. Le taux de croissance

du chiffre d'affaires a un effet négatif et significatif au seuil de 5% sur l'adoption et la publication des pratiques de rémunération. Les autres variables de contrôle ne sont pas significatives. Les variables retardées sont également justifiées. Les effets fixes annuels relatifs au temps sont présents.

L'effet de la protection des investisseurs minoritaires sur les pratiques liées à l'éthique a fait l'objet de test dans le modèle (5). Cette régression montre un effet positif et significatif au seuil de 5% de la protection des investisseurs minoritaires sur l'indice de gouvernance mesuré par les pratiques éthiques et RSE. Les résultats montrent que si la protection des investisseurs minoritaires est forte, les pratiques RSE et l'adhésion au code éthique et norme ont tendance à être une réalité.

La taille de la société non-financière cotée est la seule variable de contrôle qui a un effet négatif et significatif au seuil de 1% sur l'adoption des pratiques RSE et l'adhésion au code éthique et norme. Les autres variables de contrôle ne sont pas significatives. La mise en place des pratiques RSE et l'adhésion au code éthique et norme par les sociétés lors de l'exercice précédent influencent la pratique de l'année en cours ; ce qui justifie l'usage de variables retardées. Les effets fixes annuels relatifs au temps sont également présents.

2- Lien entre variable de gouvernance d'entreprise et performances des sociétés non-financières cotées

Cette partie des résultats s'intéresse à des régressions qui testent les effets des variables pratiques de gouvernance sur les performances des sociétés non-financières cotées sur la bourse. Il s'agit essentiellement de la performance opérationnelle et de la performance boursière. A ce niveau, un certain nombre de variables (taille du CA, concentration de l'actionnariat, présence d'investisseurs financiers et institutionnels) ont été ajoutées aux différentes rubriques de la gouvernance d'entreprise. De plus, les aspects liés à la structure, la composition et le fonctionnement du conseil d'administration ont été décomposé pour mieux capter leurs effets sur chaque variable de performance considérée.

En conséquence, pour la structure, l'organisation et le fonctionnement du conseil d'administration, la dualité, la forme bicamérale et la taille du conseil d'administration ont été exploitées. En ce qui concerne la structure de propriété, la concentration de l'actionnariat (indice Herfindahl égal à la somme des carrés des % de capital détenus par au plus les quatre principaux actionnaires dont chaque pourcentage de détention dépasse 5 %) et la présence

d'investisseurs financiers et institutionnels ont été prises en compte. A ces variables sont ajoutés les indices des pratiques de transparence, de rémunération et éthiques et RSE.

2-1- Structure, composition et fonctionnement du Conseil d'Administration et performances opérationnelle et boursière des sociétés

Dans cette rubrique, trois aspects sont pris en compte. Il s'agit de la dualité, de la forme bicamérale et de la taille du conseil d'administration.

2-1-1- Séparation des fonctions de dirigeant et de président du conseil d'administration et performances des sociétés non-financières cotées

L'effet de la séparation des fonctions de Président du conseil d'administration et de dirigeant (Scfca1) sur les performances opérationnelle et boursière est mesuré par le Modèle (6) et le Modèle (7). Le modèle six (6) s'intéresse à l'effet de la séparation des fonctions de dirigeant et de président du conseil d'administration sur la rentabilité des actifs investis (ROA) et le modèle (7) s'intéresse à l'effet de la séparation des deux fonctions sur la rentabilité boursière (Q de Tobin). Les tests sont effectués par l'estimateur LSDVC. Le tableau 23 ci-après résume les résultats obtenus par le test de ces modèles.

Les résultats du modèle (6) montrent la régression du ratio de rentabilité des actifs investis par la séparation des fonctions de dirigeant et de président du Conseil d'Administration. Cette régression montre un effet négatif et significatif au seuil de 5% de la séparation des deux fonctions sur la rentabilité des actifs investis. Cet effet est aussi négatif et significatif au seuil de 10% en ce qui concerne le modèle (7).

En effet, les résultats montrent que si les deux fonctions sont séparées, les performances des sociétés non-financières cotées sur la BRVM tendent à baisser. Ainsi, lorsque la structure du conseil est duale, la rentabilité des actifs investis va tendre à augmenter. Les variables retardées sont significatives. Le coefficient de la variable muette relatif au temps n'est pas significatif pour le Modèle (6), mais significatif pour le Modèle (7).

Tableau 23 : Résultats de la régression estimant l'effet de la séparation des fonctions de dirigeant et de président du conseil d'administration et les performances des sociétés.

VARIABLES	Modèle (6) ROA	Modèle (7) TobinQ
L.roa	0.106* (0.0581)	
scfca1	-0.101** (0.0506)	-0.798* (0.431)
Lnta	0.0497 (0.0314)	-2.360*** (0.274)
Varca	7.24e-05 (0.000296)	-1.80e-06 (0.00256)
Dcp	7.94e-06 (4.69e-05)	-0.000324 (0.000411)
Muette année	Non	Oui
L.tobinq		0.408*** (0.0491)
Observations	364	364
Number of id	26	26

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

2-1-2- Forme bicamérale du conseil d'administration et performances opérationnelle et boursière des sociétés non-financières cotées sur la BRVM

La régression des performances opérationnelle et boursière par le caractère bicaméral du conseil d'administration est mesurée par deux modèles. Le modèle (8) s'intéresse à l'hypothèse qui met en exergue l'effet de l'existence de deux types de conseils (conseil d'administration ou de surveillance et conseil directoire) sur la Rentabilité des actifs investis (ROA) et le modèle (9) s'intéresse à l'effet de la forme bicamérale du conseil d'administration sur la rentabilité boursière (Q de Tobin).

Les tests sont effectués par l'estimateur GMM System BB. Compte tenu des exigences liées à l'application de l'estimateur GMM BB system, c'est la différence première du ROA (DROA) et la différence première de Q de Tobin (DTOBINQ) qui sont utilisées comme variables dépendantes. Le tableau 24 ci-après résume les résultats obtenus par les différents tests réalisés.

Tableau 24 : Résultats de la régression estimant le lien entre la forme bicamérale du conseil d'administration et les performances opérationnelle et boursière

VARIABLES	Modèle (8) DROA	Modèle (9) DTobinQ
L.droa	0.00302* (0.00180)	
L2.droa	0.0126*** (0.00162)	
Bicameral	-10.89*** (2.637)	0.698** (0.290)
Lnta	0.767** (0.367)	-0.0703** (0.0290)
Sector	-0.638 (2.026)	1.033*** (0.213)
Varca	-0.716*** (0.0434)	-0.0495*** (0.0184)
Dcp	0.00134*** (1.11e-05)	-3.81e-05*** (1.44e-05)
Muette individu	Oui	Non
Muette année	Oui	Non
L.dtobinq		0.0290* (0.0692)
L2.dtobinq		0.128*** (0.0383)
Observations	338	338
Number of id	26	26
AR(1)	0.0066	0.0020
AR(2)	0.9192	0.1725
Sargan test statistics	1.0000	1.0000

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Les résultats du modèle (8) et du Modèle (9) indiquent la régression du ratio de rentabilité des actifs investis (ROA) et de la rentabilité boursière (Q de Tobin) par la forme bicamérale du conseil d'administration. Les différents tests spécifiés ci-dessus respectent les conditions préalables pour interpréter les résultats obtenus. En premier lieu, le test de Sargan (P-value>0,05) permet d'accepter l'hypothèse nulle de validité des variables retardées en niveau et en différence comme instruments.

Dans un deuxième lieu, les tests AR1 et AR2 valident le non-rejet de l'hypothèse nulle d'autocorrélation des résidus de premier ordre (P-value<0,05), donc très forte présomption

contre l'hypothèse nulle et l'acceptation de l'hypothèse nulle d'absence d'autocorrélation de second ordre des erreurs en différences premières ($P\text{-value} > 0,05$). En dernier lieu, le niveau de significativité et la valeur des coefficients des variables retardées du rendement des actifs investis renforcent la spécification dynamique du Modèle (8) et du Modèle (9) et confirment la nécessité d'inclure les variables retardées de performances opérationnelle et boursière.

Cette régression montre que l'effet de la forme bicamérale du conseil d'administration est négatif et significatif au seuil de 1% sur la rentabilité des actifs investis. La taille de la société a un effet positif et significatif au seuil de 5% sur la rentabilité des actifs. L'opportunité de croissance est négativement et significativement corrélée avec la performance opérationnelle mesurée par le ratio de rentabilité des actifs. Les effets fixes annuels et individuels interviennent dans l'effet de la forme bicamérale du Conseil d'Administration sur la rentabilité des actifs investis.

La régression de la performance boursière par la forme bicamérale du conseil d'administration est mesurée par le Modèle (9) qui s'intéresse à l'effet de l'existence de deux types de conseils (conseil d'administration ou de surveillance et conseil directoire) sur la rentabilité boursière (Q de Tobin). Les tests indiquent un effet positif et significatif au seuil de 5% de la forme bicamérale du conseil d'administration sur le Q de Tobin. Le secteur d'activité a un effet positif sur la performance boursière. Le ratio D/CP et l'opportunité de croissance de la société ont un effet négatif et significatif au seuil de 1% sur la performance boursière. La taille de la société a un effet négatif et significatif au seuil de 5% sur le Q de Tobin.

2-1-3- Taille du conseil d'administration et performance et opérationnelle des sociétés

La régression des performances opérationnelle et boursière par la taille du conseil d'administration est mesurée par le Modèle (10) et le Modèle (11). Le modèle (10) s'intéresse à l'effet de la taille du conseil d'administration sur la rentabilité des actifs investis (ROA) et le modèle onze (11) permet de tester l'effet de la taille du conseil d'administration sur la rentabilité boursière. Les tests ont été effectués par l'estimateur LSDVC. Les résultats sont renseignés dans le tableau 25 ci-après.

Tableau 25 : Résultats de la régression estimant le lien entre la taille du conseil d'administration et les performances opérationnelle et boursière

VARIABLES	Modèle (10) ROA	Modèle (11) TobinQ
L.roa	0.129** (0.0578)	
Tailca	-0.0128 (0.0149)	0.0479 (0.126)
Lnta	0.0569* (0.0314)	-2.286*** (0.276)
Varca	4.25e-05 (0.000295)	-0.000286 (0.00254)
Dcp	9.70e-06 (4.71e-05)	-0.000330 (0.000409)
Muette année	Non	Oui
L.tobinq		0.426*** (0.0480)
Observations	364	364
Number of id	26	26

Standard errors in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Le tableau ci-dessus présente les résultats de la régression de la rentabilité des actifs investis et de la rentabilité boursière par la taille du conseil d'administration dans les Modèles (10 et 11) . Les tests indiquent que la taille du conseil d'administration n'a aucun effet sur la rentabilité des actifs investis. La variable taille de la société affecte positivement et significativement la rentabilité des actifs investis au seuil de 10%. Le ratio de rentabilité des actifs investis de l'année antérieure et la taille de la société ont un effet positif et significatif au seuil de 5% sur la rentabilité de l'année en cours ; ce qui justifie l'usage d'une régression dynamique.

En ce qui concerne le Modèle (11), les tests indiquent également que la taille du conseil d'administration n'a aucun effet sur Q de Tobin. La taille des sociétés non-financières affecte significativement et négativement la performance boursière dans ce modèle. Le Q de Tobin de l'année antérieure a un effet positif et significatif au seuil de 1% sur le Q de Tobin de l'année en cours ; ce qui confirme le dynamisme du modèle.

2-2- Lien entre structure de propriété et performances opérationnelle et boursière des sociétés

Cette rubrique présente les résultats des tests de l'effet de la concentration de l'actionnariat, la présence d'investisseurs financiers et institutionnels dans le capital sur les performances opérationnelle et boursière des sociétés cotées.

2-2-1- Lien entre présence d'investisseurs financiers et institutionnels et performances des sociétés

Le Modèle (12) et le Modèle (13) traduisent respectivement la régression de la rentabilité des actifs investis et de la rentabilité boursière par la présence d'investisseurs financiers et institutionnels dans le capital des sociétés non-financières cotées sur la BRVM. Les résultats des estimations sont présentés dans le tableau 26.

Le tableau 26 montre que les différents tests spécifiés ci-dessus respectent les conditions préalables pour interpréter les résultats obtenus dans le Modèle (12) et le Modèle (13). En premier lieu, le test de Sargan ($P\text{-value} > 0,05$) permet d'accepter l'hypothèse nulle de validité des variables retardées en niveau et en différence comme instruments. Dans un deuxième lieu, le test d'Arellano-Bond (AR1 et AR2) valide le non-rejet de l'hypothèse nulle d'autocorrélation des résidus de premier ordre ($P\text{-value} < 0,05$), donc très forte présomption contre l'hypothèse nulle et l'acceptation de l'hypothèse de cette hypothèse d'absence d'autocorrélation de second ordre des erreurs en différences premières ($P\text{-value} > 0,05$). En dernier lieu, le niveau de significativité et la valeur des coefficients des variables retardées du ratio de rentabilité des actifs investis et de la rentabilité boursière renforce la spécification dynamique du modèle (12) et du Modèle (13) et confirme la nécessité d'inclure les variables retardées de performances opérationnelle et boursière.

Le Modèle (12) montre que l'effet de la présence d'investisseurs financiers et institutionnels est positif et significatif au seuil de 1% sur la performance mesurée par la rentabilité des actifs investis. En ce qui concerne les variables de contrôle, le secteur d'activité et l'opportunité de croissance ont chacun un effet négatif et significatif au seuil de 1% sur la rentabilité des actifs investis. Le bras du levier financier (d/cp) a un effet positif et significatif au seuil de 1% sur la rentabilité des actifs investis.

Cependant, le Modèle (13) montre que la présence d'investisseurs financiers et institutionnels n'a aucun effet significatif sur la performance boursière. En ce qui concerne les variables de contrôle, le secteur d'activité a un effet positif et significatif au seuil de 1% sur le Q de Tobin.

Le bras du levier financier (d/cp) a un effet négatif et significatif au seuil de 1% sur la performance boursière.

Tableau 26 : Résultats de la régression estimant le lien entre la présence d'investisseurs financiers et institutionnels et les performances opérationnelle et boursière

VARIABLES	Modèle (12) DROA	Modèle (13) DTobinQ
L.	0.00128* (0.00332)	0.141* (0.0774)
L2.	0.0103*** (0.00349)	0.165*** (0.0407)
Presinst	14.61*** (1.300)	0.206 (0.229)
Sector	-10.60*** (1.487)	0.621*** (0.236)
Lnta	-0.393 (0.309)	-0.0170 (0.0319)
Varca	-0.912*** (0.0692)	-0.0247 (0.0155)
Dcp	0.00125*** (2.06e-05)	-5.91e-05*** (9.32e-06)
Muette individu	Oui	Non
Muette année	Oui	Non
Observations	338	338
Number of id	26	26
AR(1)	0.0069	0.0066
AR(2)	0.8735	0.3968
Sargan test statistics	1.0000	0.8236

Standard errors in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

2-2-2- Lien entre Concentration de l'actionnariat et performances des sociétés non-financières cotées sur la BRVM.

Les modèles (14 et 15), traduisent la régression de la rentabilité des actifs investis et du Q de Tobin par la concentration l'actionnariat. Le tableau 27 résume les résultats des estimations relatives à ces deux modèles.

Tableau 27 : Résultats des régressions estimant la concentration de l'actionnariat et les performances opérationnelle et boursière des sociétés

VARIABLES	Modèle (14) DROA	Modèle (15) DTobinQ
L.	0.00600*** (0.00157)	0.115*** (0.0435)
L2.	0.00327** (0.00152)	0.147*** (0.0294)
Concat	18.28*** (3.067)	0.856* (0.509)
Lnta	-0.184 (0.209)	-0.0345 (0.0554)
Sector	1.545 (1.357)	0.705** (0.348)
Varca	-0.974*** (0.0736)	-0.0183* (0.0109)
Dcp	0.00130*** (1.30e-05)	-3.59e-05*** (6.03e-06)
Muette individu	Oui	Non
Muette année	Oui	Non
Observations	338	338
Number of id	26	26
AR(1)	0.0064	0.0030
AR(2)	0.7940	0.4535
Sargan test statistics	1.0000	1.0000

Standard errors in parentheses

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

Le tableau 27 montre que les différents tests spécifiés ci-dessus respectent les conditions préalables pour interpréter les résultats obtenus. Le test de Sargan (P-value>0,05) permet d'accepter l'hypothèse nulle de validité des variables retardées en niveau et en différence comme instruments. Le test d'Arellano-Bond (AR1 et AR2) aussi valide le non-rejet de l'hypothèse nulle d'autocorrélation des résidus de premier ordre (P-value<0,05), donc très forte présomption contre l'hypothèse nulle et l'acceptation de l'hypothèse d'absence d'autocorrélation de second ordre des erreurs en différences premières (P-value>0,05). Le niveau de significativité et la valeur des coefficients de l'une des variables retardées renforcent

la spécification dynamique du Modèle (14) et du Modèle (15) et confirment la nécessité d'inclure les variables retardées de performances opérationnelle et boursière.

Le Modèle (14) montre que l'effet de la concentration de l'actionnariat est positif et significatif au seuil de 1%. En ce qui concerne les variables de contrôle, l'opportunité de croissance a un effet négatif et significatif au seuil de 1% sur la rentabilité des actifs investis. Les effets fixes annuels et temporels et les effets fixes individuels existent.

Les résultats du Modèle (15) indiquent un effet positif et significatif au seuil de 10% de la concentration de l'actionnariat sur le Q de Tobin. Le secteur d'activité a un effet positif sur la performance boursière au seuil de 5%. Le ratio D/CP et l'opportunité de croissance de la société ont un effet négatif et significatif au seuil respectif de 1% et de 10% sur la performance boursière.

2-2-3- Effet modérateur de la présence d'investisseurs financiers et institutionnels sur le lien entre Concentration de l'actionnariat et performances des sociétés

Le contrôle de la présence d'investisseurs financiers et institutionnels par la concentration de l'actionnariat dans le modèle (16) et le modèle (17) donne des résultats significatifs (Tableau : 28) qui conduisent à explorer l'effet modérateur de la présence d'investisseurs financiers et institutionnels dans l'effet de la concentration de l'actionnariat sur les performances opérationnelle et boursière. Ces résultats ci-dessous indiquent que la régression de la rentabilité des actifs investis et le Q de Tobin par la présence d'investisseurs financiers et institutionnels et la concentration de l'actionnariat donne des résultats significatifs.

Ceci a conduit à explorer la régression multiple modérée avec une variable d'interaction (*Moderated Multiple Regression* : MMR). Les résultats de tests ADD et MMR réalisés sont présentés dans les différents tableaux qui suivent :

- ADD: Modèle de régression additive (*Additive regression model*)

Tableau 28 : Résultats Modèle de régression additive (Additive Regression ADD)

VARIABLES	Modèle (16) ROA	Modèle (17) TobinQ
L.	0.0158** (0.00717)	0.108*** (0.0332)
L2.	0.0255*** (0.00745)	0.156*** (0.0372)
Presinst	18.56*** (3.323)	1.157** (0.503)
Concat	7.490** (3.621)	2.573** (1.273)
Sector	-10.89*** (2.292)	0.782*** (0.253)
Lnta	-1.728*** (0.500)	-0.185** (0.0783)
Varca	-0.910*** (0.0778)	-0.0313 (0.0243)
Dcp	0.00125*** (1.85e-05)	-4.39e-05** (1.74e-05)
Id	0.789*** (0.280)	-0.00694 (0.0155)
Muette temps	Oui	Oui
Observations	338	338
Number of id	26	26
AR(1)	0.0074	0.0028
AR(2)	0.9327	0.2564
Sargan test statistics	1.0000	1.0000

Standard errors in parentheses

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

Les résultats issus de ces régressions ont conduit à tester le rôle modérateur que jouerait la concentration de l'actionnariat sur le lien entre la présence d'investisseurs financiers et institutionnels et les performances opérationnelle et boursière. Les tableaux ci-après montrent les résultats issus des différents tests.

Le tableau 28 montre que les différents tests spécifiés ci-dessus respectent les conditions préalables pour interpréter les résultats obtenus dans le Modèle (16) et le Modèle (17). En

premier lieu, le test de Sargan ($P\text{-value} > 0,05$) permet d'accepter l'hypothèse nulle de validité des variables retardées en niveau et en différence comme instruments. Dans un deuxième lieu, le test d'Arellano-Bond (AR1 et AR2) valide le non-rejet de l'hypothèse nulle d'autocorrélation des résidus de premier ordre ($P\text{-value} < 0,05$), donc très forte présomption contre l'hypothèse nulle et l'acceptation de l'hypothèse de cette hypothèse d'absence d'autocorrélation de second ordre des erreurs en différences premières ($P\text{-value} > 0,05$).

En dernier lieu, le niveau de significativité et la valeur des coefficients des variables retardées de la rentabilité des actifs investis et de la rentabilité boursière renforce la spécification dynamique du modèle (16) et du Modèle (17) et confirme la nécessité d'inclure les variables retardées de performances opérationnelle et boursière. Le Modèle (16) montre que la concentration de l'actionnariat (7.490**) et la présence d'investisseurs financiers et institutionnels (18.56***) affectent positivement et significativement la performance opérationnelle mesurée par la rentabilité des actifs investis. Les résultats du Modèle (17) indiquent un effet positif et significatif au seuil de 5% de la concentration de l'actionnariat et de la présence d'investisseurs financiers et institutionnels sur Q de Tobin.

- Régression Multiple Modérée (Moderated Multiple Regression MMR)

La régression multiple modérée a consisté à intégrer une variable d'interaction dans le modèle ADD. Les résultats sont renseignés dans le tableau 29. Les résultats de ce tableau indiquent un test de Sargan ($P\text{-value} > 0,05$) qui permet d'accepter l'hypothèse nulle de validité des variables retardées en niveau et en différence comme instruments.

Le test d'Arellano-Bond (AR1 et AR2) aussi valide le non-rejet de l'hypothèse nulle d'autocorrélation des résidus de premier ordre ($P\text{-value} < 0,05$), donc très forte présomption contre l'hypothèse nulle et l'acceptation de l'hypothèse de cette hypothèse d'absence d'autocorrélation de second ordre des erreurs en différences premières ($P\text{-value} > 0,05$). Le niveau de significativité et la valeur des coefficients de l'une des variables retardées du ratio de rentabilité des actifs investis renforcent la spécification dynamique du Modèle (18) et du Modèle (19) et confirment la nécessité d'inclure les variables retardées de performances opérationnelle et boursière.

Tableau 29 : Régression Multiple Modérée

VARIABLES	Modèle (18) ROA	Modèle (19) TobinQ
L.	0.0110* (0.00594)	0.108* (0.0553)
L2.	0.0211*** (0.00602)	0.168*** (0.0477)
Concat	16.04*** (5.287)	2.962*** (1.010)
Presinst	21.21*** (2.030)	1.676** (0.786)
Concatpre	-11.32*** (3.793)	-2.424* (1.444)
Lnta	-1.530*** (0.332)	-0.211*** (0.0680)
Sector	-6.762*** (1.596)	0.788*** (0.271)
Dcp	0.00107*** (2.52e-05)	-4.50e-05*** (4.09e-06)
Id	Oui	Non
T	Oui	Oui
Observations	338	338
Number of id	26	26
AR(1)		0.0035
AR(2)	0.0063	0.3885
Sargan test	0.7025	
statistics	1.0000	1.0000

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Le Modèle (18) montre que la concentration de l'actionnariat (16.04***) et la présence d'investisseurs financiers et institutionnels (21.21***) affectent positivement et significativement la performance opérationnelle mesurée par la rentabilité des actifs investis. L'effet de la variable d'interaction (-11.32***) sur la rentabilité des actifs investis est négatif et significatif au seuil de 1%. Les résultats du Modèle (19) indiquent un effet positif et significatif de la concentration de l'actionnariat (2.962***) et de la présence d'investisseurs financiers et institutionnels (1.676**) sur Q de Tobin. L'effet de la variable d'interaction (-2.424*) sur Q de Tobin est négatif et significatif au seuil de 10%.

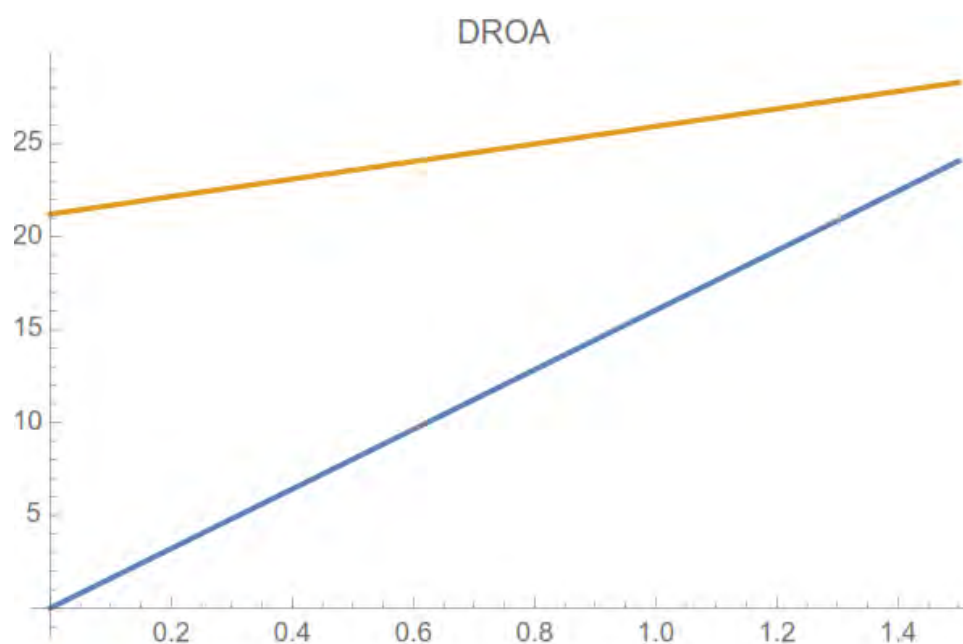
Tableau 30 : Synthèse de l'effet modérateur de la présence des investisseurs financiers et institutionnels

Modèle	Concat	Presinst	Concat*Presinst
ADD-DROA	7.490** (3.621)	18.56*** (3.323)	
ADD-DTobinQ	2.573** (1.273)	1.157** (0.503)	
MMR-DROA	16.04*** (5.287)	21.21*** (2.030)	-11.32*** (3.793)
MMR-DTobibQ	2.962*** (1.010)	1.676** (0.786)	-2.424* (1.444)

Standard errors in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

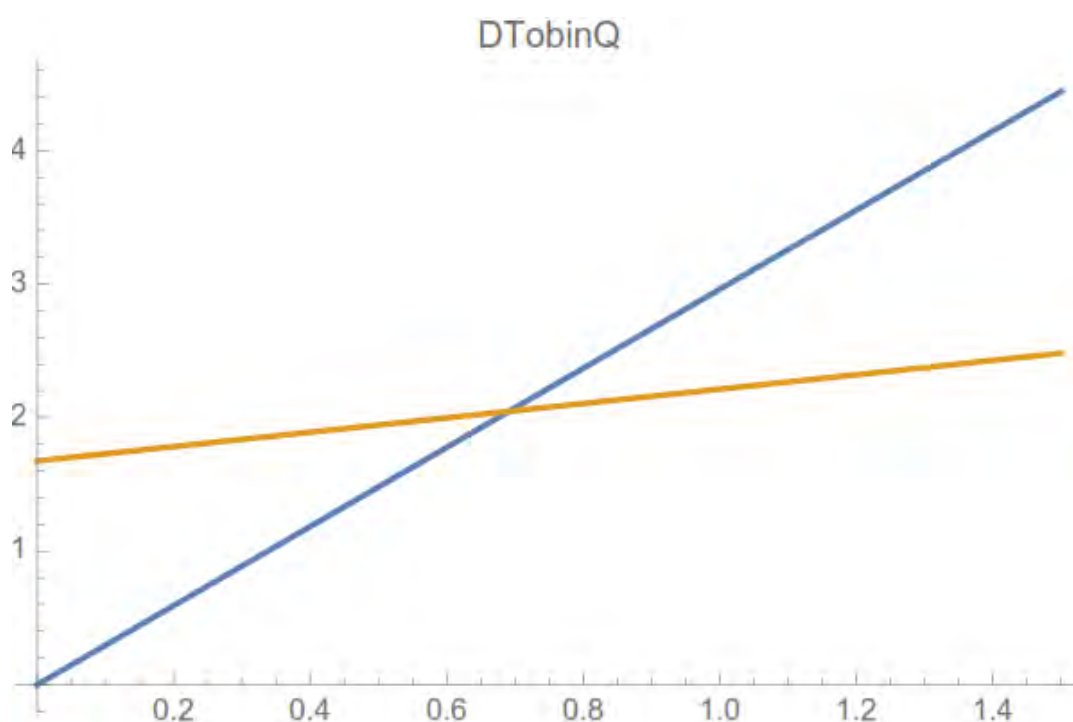
Les différents tests confirment que la présence d'investisseurs financiers et institutionnels joue un rôle modérateur dans la relation entre la concentration de l'actionnariat et les performances opérationnelle et boursière. Les graphiques suivants confirment cet effet modérateur.

Figure 16 : Effet modérateur de la présence d'investisseurs financiers et institutionnels dans la relation entre la concentration de l'actionnariat et la performance opérationnelle (DROA)



Le graphique 3 montre l'effet modérateur de la présence d'investisseurs financiers et institutionnels dans la relation entre la concentration de l'actionnariat et la performance opérationnelle. La droite bleue représente $PRESINST = 0$, c'est-à-dire absence d'investisseurs financiers et institutionnels et la droite jaune représente $PRESINST = 1$, c'est-à-dire présence d'investisseurs financiers et institutionnels. La pente de chacune des deux droites montre que la présence d'investisseurs financiers et institutionnels modère négativement l'effet de la concentration de l'actionnariat sur la performance opérationnelle mesurée par la rentabilité des actifs investis. Ceci voudrait dire que lorsque les investisseurs financiers et institutionnels sont présents dans le capital de la société non-financière cotées sur la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières, le contrôle qu'exerce l'actionnaire majoritaire diminue, ce qui réduit l'effet positif que ce contrôle avait sur la performance opérationnelle. Ceci voudrait signifier que l'interaction stratégique entre les investisseurs financiers et institutionnels engendre une complémentarité stratégique ou un rapport de force préjudiciable pour la performance opérationnelle.

Figure 17 : Effet modérateur de la présence d'investisseurs financiers et institutionnels dans la relation entre la concentration de l'actionnariat et la performance boursière (DTobinQ)



Le graphique 4 montre l'effet modérateur de la présence d'investisseurs financiers et institutionnels dans la relation entre la concentration de l'actionnariat et la performance

boursière. La droite bleue représente $PRESINST = 0$, c'est-à-dire absence d'investisseurs financiers et institutionnels et la droite jaune représente $PRESINST = 1$, c'est-à-dire présence d'investisseurs financiers et institutionnels. La pente de chacune des deux droites montre que la présence d'investisseurs financiers et institutionnels modère négativement l'effet de la concentration de l'actionnariat sur la performance boursière mesurée par Q de Tobin.

En effet, lorsque les investisseurs financiers et institutionnels sont présents dans le capital de la société non financière cotées sur la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières, l'effet de la concentration de l'actionnariat sur la performance boursière diminue. L'interaction indique également que les deux pentes sont significativement différentes les unes des autres. Ainsi, cette interaction entre l'actionnaire de contrôle et les investisseurs financiers et institutionnels diminue la performance boursière.

2-3- Lien entre transparence et performances opérationnelle et boursière des sociétés

Cette rubrique est consacrée aux tests statistiques des modèles (22 et 23) faisant la régression des performances opérationnelle et boursière par les pratiques de transparence, de publication de l'information comptable et d'audit. Le modèle (22) est consacré à la régression de la rentabilité des actifs investis par l'indice de transparence. Le tableau ci-après résume les résultats de la régression.

Les résultats du Modèle (20) obtenus ci-dessus montrent que la transparence a un effet positif et significatif au seuil de 5% sur la rentabilité des actifs investis. Ainsi, la publication de l'information comptable et les pratiques d'audit des sociétés (Govindex3) entraîne une performance opérationnelle des sociétés cotées sur la BRVM. En effet, lorsque les sociétés tendent à publier les pratiques de gouvernance et l'information comptable, leur performance tend à s'accroître. La variable de contrôle taille de la société, mesurée par le logarithme népérien du total actif a un effet positif et significatif au seuil de 10% sur la rentabilité des actifs investis. Les résultats du modèle (21) ci-dessus indiquent que la variable de mesure de la transparence n'a aucun effet significatif sur la rentabilité des actifs investis.

La variable retardée se justifie par sa significativité. La variable de contrôle, taille de la société, mesurée par le logarithme népérien du total actif a un effet négatif et significatif au seuil de 1% sur la performance boursière. La variable muette annuelle intervient également à ce niveau.

Tableau 31 : Résultats de l'équation de la régression de la performance opérationnelle par la transparence

VARIABLES	Modèle (20) ROA	Modèle (21) TobinQ
L.roa	0.124** (0.0572)	
Govindex3	0.0494** (0.0248)	0.134 (0.210)
Lnta	0.0591* (0.0316)	-2.291*** (0.276)
Varca	8.76e-05 (0.000297)	-0.000181 (0.00255)
Dcp	1.33e-05 (4.70e-05)	-0.000298 (0.000408)
T	-0.00439 (0.00464)	0.140*** (0.0378)
L.tobinq		0.418*** (0.0490)
Observations	364	364
Number of id	26	26

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

2-4- Lien entre rémunération et performances opérationnelle et boursière

L'existence d'une pratique de compensation des membres du Conseil d'Administration et sa publication dans le rapport annuel et son effet sur les performances opérationnelle et boursière ont été l'objet d'analyse dans cette rubrique. Le modèle (22) teste l'effet des pratiques de rémunération sur le rendement des actifs investis et le Modèle (23) l'effet de ces pratiques sur la rentabilité boursière. Le tableau ci-après présente un résumé des résultats obtenus.

Les résultats du Modèle (22) ci-dessus montrent que les pratiques de rémunération ont un effet positif et significatif au seuil de 10% sur la rentabilité des actifs investis. En conséquence, lorsque les pratiques de compensation des membres du Conseil d'Administration existent, la performance opérationnelle des sociétés non-financières tend à s'accroître. La variable de contrôle, taille de la société, mesurée par le logarithme népérien du total actif a un effet positif et significatif au seuil de 10% sur la performance opérationnelle.

Tableau 32 : Résultats de l'équation de la régression des performances opérationnelle et boursière par les pratiques de rémunération

VARIABLES	Modèle (22) ROA	Modèle (23) TobinQ
L.roa	0.134** (0.0570)	
Govindex4	0.0324* (0.0201)	-0.106 (0.176)
Lnta	0.0564* (0.0315)	-2.288*** (0.277)
Varca	6.60e-05 (0.000296)	-0.000368 (0.00255)
Dcp	3.15e-06 (4.78e-05)	-0.000305 (0.000417)
Muette année	Non	Oui
L.tobinq		0.424*** (0.0486)
Observations	364	364
Number of id	26	26

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Les résultats du Modèle (23) montrent que la variable pratique de rémunération n'a aucun effet sur la performance boursière des sociétés. Seule la variable de contrôle, taille de la société, mesurée par le logarithme népérien du total actif a un effet négatif et significatif au seuil de 1% sur la performance boursière.

2-5- Pratiques éthiques et RSE, et Performances opérationnelle et boursière

Ce point est consacré aux tests statistiques des modèles (24 et 25) faisant la régression des performances opérationnelle et boursière. Le modèle (24) est consacré à la régression de la rentabilité des actifs investis par l'adoption des pratiques éthiques et RSE. Les résultats de la régression du Modèle (24) (Tableau 31) justifient l'utilisation des variables retardées, mais les pratiques éthiques et RSE n'ont aucun effet significatif sur la performance opérationnelle.

La taille de la société a un effet positif et significatif au seuil de 5% sur la performance opérationnelle. Les résultats de la régression du modèle (25) également justifient l'utilisation des variables retardées, mais les pratiques éthiques et RSE n'ont aucun effet significatif sur la

performance boursière. La taille de la société a un effet négatif et significatif au seuil de 1% sur la performance boursière.

Tableau 33 : Résultats de l'équation de la régression des performances opérationnelle et boursière par les pratiques éthiques et RSE

VARIABLES	Modèle (24) ROA	Modèle (25) TobinQ
L.roa	0.129** (0.0562)	
Govindex5	0.0362 (0.0285)	-0.0891 (0.246)
Lnta	0.0663** (0.0330)	-2.303*** (0.284)
Varca	7.38e-05 (0.000294)	-0.000349 (0.00252)
Dcp	1.08e-05 (4.71e-05)	-0.000320 (0.000408)
Muette année	Non	Oui
L.tobinq		0.424*** (0.0500)
Observations	364	364
Number of id	26	26

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

3- Effet du Business Model sur les performances des sociétés

Cette rubrique a permis de mesurer l'effet des différents sous-variables du Business Model sur les performances des sociétés d'une part, et d'autre part l'effet du Business Model global.

Les résultats sont présentés dans le tableau 32.

Le tableau 32 renseigne sur les résultats des tests statistiques qui estiment les performances (ROA et Q de Tobin) par les sous-variables du Business Model. Les résultats de ce tableau confirment la nature dynamique des modèles utilisés. En effet, les coefficients des variables retardées de performance sont élevés. Ces variables retardées de performance sont également significatives au seuil de 1%.

Il ressort des résultats des tests statistiques du Modèle (26a) et du Modèle (27a) (voir tableau 34) que le Business Model orienté nouveauté affecte positivement et significativement (au seuil de 1% la performance opérationnelle (ROA) et la perception de la performance ou performance boursière (Q de Tobin). Ces résultats signifient que le degré d'innovation en termes du Business

Model incarné par le système d'activités affecte positivement la performance des sociétés non-financières.

L'effet du Business Model orienté Lock-In sur la performance mesurée par le ROA, selon les résultats du test du Modèle (26b), n'est pas significatif. Par contre, le test du Modèle (27b) montre, paradoxalement, un effet négatif et significatif (au seuil de 10%) du Business Model orienté Lock-In sur la perception de la performance mesurée par Q de Tobin. Ce paradoxe pourrait être expliqué par l'incertitude dans laquelle ces sociétés ont évolué au cours cette période d'étude.

Dans ce contexte d'incertitude, les activités du Business Model qui visent à « verrouiller » les clients et les inciter à effectuer des transactions, en se référant aux résultats relatifs au Q de Tobin, sont perçues comme source de contreperformance par les investisseurs. La société TOTAL CI, par exemple, mentionne dans son rapport exercice 2000 que les ventes en réseau ont souffert, en 2000, de la nette dégradation de l'environnement économique, politique et social en Côte d'Ivoire (TOTAL CI, 2000, p. 5).

Les résultats du test du Modèle (26c) et du Modèle (27c) montre que le Business Model orienté complémentarité entre les outputs affecte positivement et significativement (au seuil de 1%) la performance opérationnelle et la performance boursière. Ces résultats signifient que les effets d'optimisation issus du regroupement d'activités interdépendantes sont perçus par les investisseurs comme source de performance.

Les résultats des tests du Modèle (26d) et du Modèle (27d) montrent l'effet du Business Model orienté efficience sur la perception de la performance. Cet effet n'est significatif ni pour le ROA ni pour Q de Tobin. En effet, ces résultats signifient que les économies réalisées grâce aux interconnexions du système d'activités dans le Business Model ne constituent pas une source de performance aux yeux des investisseurs.

Le Business Model orienté comptabilité d'intention, selon les résultats des tests du Modèle (26e) et du Modèle (27e) affecte positivement et significativement les performances. Ces résultats signifient que plus la société publie ses perspectives de croissance, plus elle réalise et est perçue par les investisseurs comme ayant des opportunités de croissance.

Les résultats des tests du Modèle (26f) et du Modèle (27f) montrent que le score global de Business Model n'affecte pas la perception de la performance. Ces résultats signifient que les sous-variables du Business Model expliquent mieux la performance que le Business Model pris globalement.

Tableau 34 : Résultats des équations de la régression de la perception de performance par le Business Model

VARIABLES	M26a ROA	M27a TOBINQ	M26b ROA	M27b TOBINQ	M26c ROA	M27c TOBINQ	M26d ROA	M27d TOBINQ	M26e ROA	M27e TOBINQ	M26f ROA	M27f TOBINQ
L.ROA	0,130*** (0,0593)		0,131*** (0,0591)		0,133** (0,0588)		0,129** (0,0593)		0,134*** (0,0591)		0,131*** (0,0591)	
BM1(N)	0,181*** (0,0045)	0,293*** (0,0326)										
BM2(I)			0,00718 (0,00460)	-0,228* (0,0327)								
BM3(C)					0,132*** (0,0056)	0,160*** (0,0468)						
BM4(E)							0,00669 (0,00463)	-0,0292 (0,0328)				
BM5(C)									0,137*** (0,00810)	0,203*** (0,0573)		
BM											0,00188* (0,00110)	-0,00549 (0,00784)
LnTA	0,0497* (0,0294)	-2,212*** (0,224)	0,0488* (0,0295)	-2,210*** (0,224)	0,0503* (0,0294)	-2,205*** (0,225)	0,0497* (0,0295)	-2,214*** (0,224)	0,0493* (0,0295)	-2,218*** (0,224)	0,0496* (0,0295)	-2,212*** (0,224)
VarCA	6,81e-05 (0,000308)	-0,000240 (0,00219)	5,08e-05 (0,000308)	-0,000173 (0,00218)	3,64e-05 (0,000307)	-0,000146 (0,00219)	7,06e-05 (0,000309)	-0,000270 (0,00219)	5,55e-05 (0,000308)	-0,000206 (0,00218)	5,94e-05 (0,000308)	-0,000196 (0,00219)
D/CP	1,53e-05 (5,01e-05)	-0,000354 (0,000356)	1,47e-05 (5,01e-05)	-0,000350 (0,000356)	1,67e-05 (0,000867)	-0,000328 (0,000357)	1,42e-05 (5,02e-05)	-0,000354 (0,000356)	1,56e-05 (5,02e-05)	-0,000360 (0,000355)	1,54e-05 (5,01e-05)	-0,000351 (0,000356)
Muette année	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui
L.TOBINQ		0,329*** (0,0502)		0,328*** (0,0502)		0,327*** (0,0499)		0,328*** (0,0502)		0,327*** (0,0502)		0,328*** (0,0502)
Observations	364	364	364	364	364	364	364	364	364	364	364	364
Nombre d'id	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26

Erreurs standards entre parenthèses
*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

4- Effets médiateurs de la gouvernance entre la protection des investisseurs minoritaires et les performances et du Business Model entre la gouvernance et les performances

A ce niveau, il est question d'une part de présenter les résultats des tests de l'effet médiateur de la gouvernance sur le lien entre la protection des investisseurs minoritaires et les performances opérationnelle et boursière d'une part, et celui du Business Model dans le lien entre la gouvernance et les performances opérationnelle et boursière d'autre part.

4-1- Effet médiateur de la gouvernance entre la protection des actionnaires (ou investisseurs minoritaires et les performances des sociétés

Le test de médiation a été fait, dans un premier temps, en régressant la mesure de chaque performance par la protection des investisseurs minoritaires et les variables de contrôle (Tableau 35). Il ressort de ces régressions, Modèle (28) et Modèle (29) que la protection des investisseurs minoritaires a un effet négatif et significatif au seuil de 10% sur la rentabilité des actifs investis (performance opérationnelle) et la rentabilité boursière (Q de Tobin).

Tableau 35 : Résultats de l'équation de la régression des performances opérationnelle et boursière par la protection des investisseurs minoritaires

VARIABLES	Modèle (28) ROA	Modèle (29) TobinQ
L.roa	0.117** (0.0564)	
Iprotect	-0.0493* (0.0314)	-0.375* (0.275)
Lnta	0.0584** (0.0278)	-2.269*** (0.275)
Varca	4.62e-05 (0.000220)	-0.000272 (0.00187)
Dcp	8.49e-06 (8.19e-05)	-0.000314 (0.000704)
Muette année	Non	Oui
L.tobinq		0.423*** (0.0278)
Observations	364	364
Number of id	26	26

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Le tableau 36 ci-après résume la régression de l'indice de gouvernance par la protection des investisseurs minoritaires à travers le Modèle (30). Les résultats de cette régression montrent que la protection des investisseurs minoritaires a un effet positif et significatif au seuil de 1% sur l'indice de gouvernance (Pratiques globales de gouvernance) des sociétés non-financières.

Tableau 36 : Résultats de l'équation de la régression de l'indice de gouvernance par la protection des investisseurs minoritaires

VARIABLES	Modèle (30) Govindex
L.govindex	0.437*** (0.0290)
Iprotect	0.729*** (0.156)
Lnta	-0.379** (0.149)
Varca	-0.00174* (0.00105)
Dcp	0.000119 (0.000395)
Muette année	Oui
Observations	364
Number of id	26

Standard errors in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Le tableau 37 ci-dessous montre la régression des performances opérationnelle et boursière par la protection des investisseurs minoritaires et l'indice de gouvernance à travers le Modèle (31) et le Modèle (31). Le Modèle (31) montre que l'effet de la protection des investisseurs minoritaires n'est pas significatif sur la performance opérationnelle (ROA), cependant l'effet de l'indice global de gouvernance reste positif et significatif au seuil de 5% sur la performance opérationnelle (ROA).

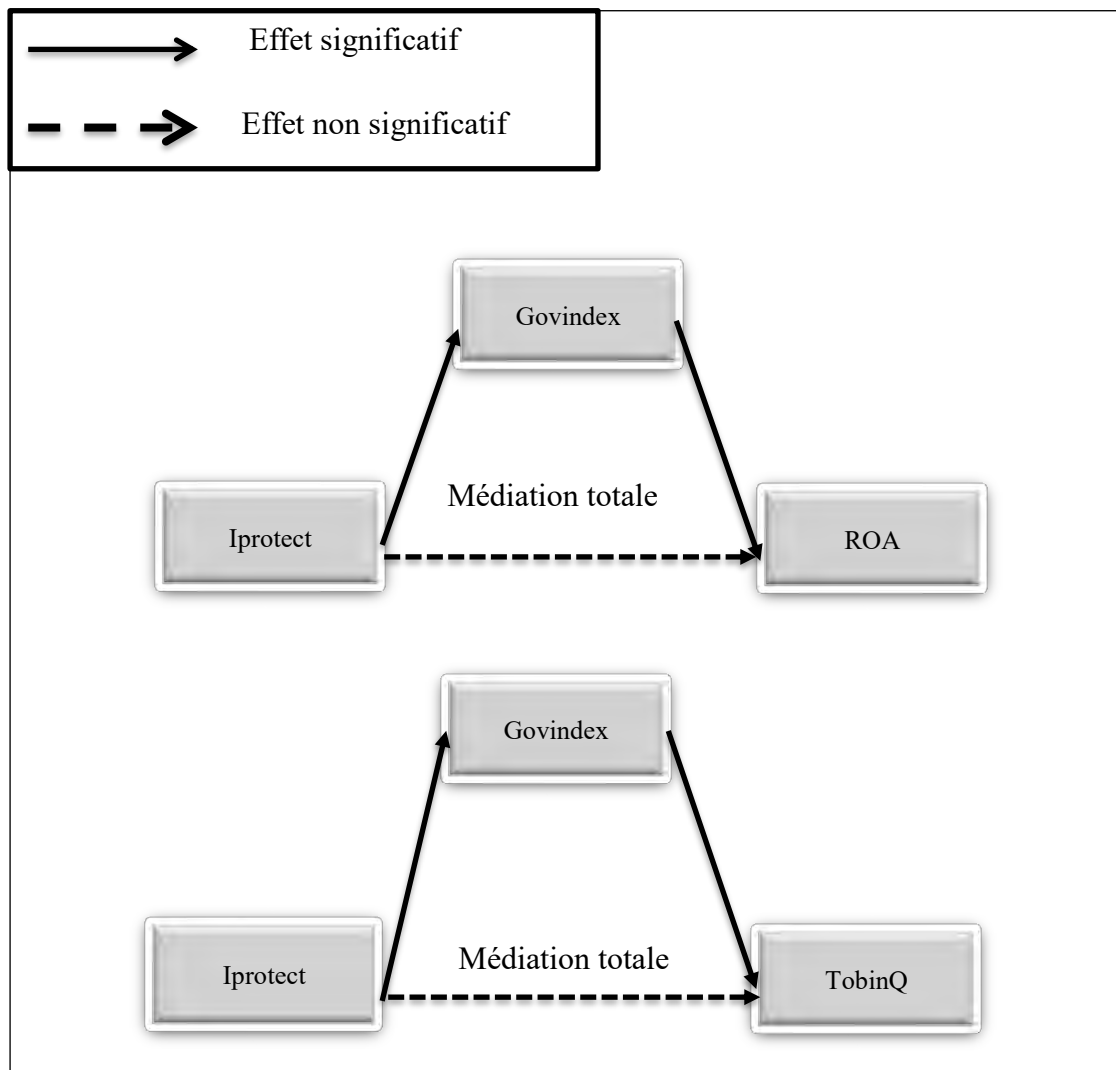
Le Modèle (32) montre également que l'effet de l'indice global de gouvernance affecte la performance boursière (Q de Tobin). Cet effet est positif et significatif au seuil de 10% ; l'effet indirect de la protection des investisseurs n'est plus significatif à ce niveau également. Ce résultat traduit un effet médiateur des pratiques globales de gouvernance dans la relation entre la protection des investisseurs minoritaires et les performances opérationnelle et boursière.

Tableau 37 : Résultats de l'équation de la régression des performances opérationnelles et boursière par l'indice de gouvernance et la protection des investisseurs minoritaires.

VARIABLES	Modèle (31) ROA	Modèle (32) TobinQ
L.roa	0.123** (0.0563)	
Govindex	0.0212** (0.00967)	0.0198* (0.0834)
Iprotect	-0.0576 (0.0337)	-0.297 (0.282)
Lnta	0.0689** (0.0274)	-2.268*** (0.262)
Varca	9.47e-05 (0.000231)	-0.000305 (0.00193)
Dcp	8.47e-06 (8.22e-05)	-0.000304 (0.000691)
Muette année	Non	Oui
L.tobinq		0.410*** (0.0320)
Observations	364	364
Number of id	26	26

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Figure 18 : Schémas de l'effet médiateur des pratiques globales de gouvernance dans la relation entre la protection des investisseurs minoritaires et les performances des sociétés



4-2- Effet médiateur du Business Model entre la concentration du capital et les performances

Cette rubrique est consacrée à l'effet médiateur du Business Model dans la relation entre les pratiques globales de gouvernance et les performances opérationnelle et boursière des sociétés non-financières cotées sur la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières. Dans un premier temps, les performances ont été régressées par l'indice qui mesure les pratiques globales de gouvernance et les variables de contrôle à travers le Modèle (33) et le Modèle (34).

Il ressort du Modèle (33) que l'indice de gouvernance a un effet positif et significatif au seuil de 5% sur la rentabilité des actifs investis (performance opérationnelle). De plus, le Modèle

(34) montre que l'indice de gouvernance mesurant les pratiques globales de gouvernance a un effet positif et significatif au seuil de 10% sur la rentabilité boursière mesurée par Q de Tobin (Tableau 38).

Tableau 38 : Résultats de l'équation de la régression des performances par l'indice de gouvernance.

VARIABLES	Modèle (33) ROA	Modèle (34) TobinQ
L.roa	0.136*** (0.0522)	
Govindex	0.183** (0.00891)	0.0347* (0.0775)
Lnta	0.0637** (0.0285)	-2.286*** (0.267)
Varca	8.10e-05 (0.000228)	-0.000340 (0.00193)
Dcp	7.93e-06 (8.23e-05)	-0.000310 (0.000697)
Muette année	Non	Oui
L.tobinq		0.413*** (0.0277)
Observations	364	364
Number of id	26	26

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

La régression de l'indice du Business Model par l'indice de gouvernance mesurant les pratiques globales de gouvernance, à travers le Modèle (35) indique un effet positif et significatif au seuil de 1% (Tableau 39 ci-après). Ceci signifie que, plus les pratiques de gouvernance sont mises en œuvre, de manière générale, plus le Business Model des sociétés non-financières cotées sur la BRVM tend à être basé sur la comptabilité d'intention, la complémentarité entre les activités de de l'entreprise, novateur, de nature à impliquer durablement les parties prenantes dans les processus de production et de distribution des biens et services complémentaires et réducteur de coût.

Tableau 39 : Résultats estimant la régression du Business Model par l'indice global de gouvernance.

VARIABLES	Modèle (35) BM
L.bm	0.0700* (0.0483)
Govindex	0.262*** (0.456)
Lnta	-1.045 (1.489)
Varca	-0.00886 (0.0121)
Dcp	-0.00333 (0.00429)
Muette année	Non
Observations	364
Number of id	26

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Le tableau 40 ci-après résume les régressions des performances par le Business Model et l'indice global de gouvernance. Les résultats du Modèle (36) indiquent que le Business Model affecte positivement et significativement la performance opérationnelle (ROA) au seuil de 1%. L'effet de l'indice global de gouvernance reste significatif, mais au seuil de 10% avec son coefficient très réduit. En conséquence, le Business Model joue un rôle de médiation partielle dans le lien entre les pratiques globales de gouvernance et la performance opérationnelle. Les résultats du Modèle (37) ne montrent aucun effet significatif ni de la gouvernance ni du Business Model sur la performance boursière mesurée par Q de Tobin. L'effet médiateur du Business Model sur la performance boursière n'est donc pas observé.

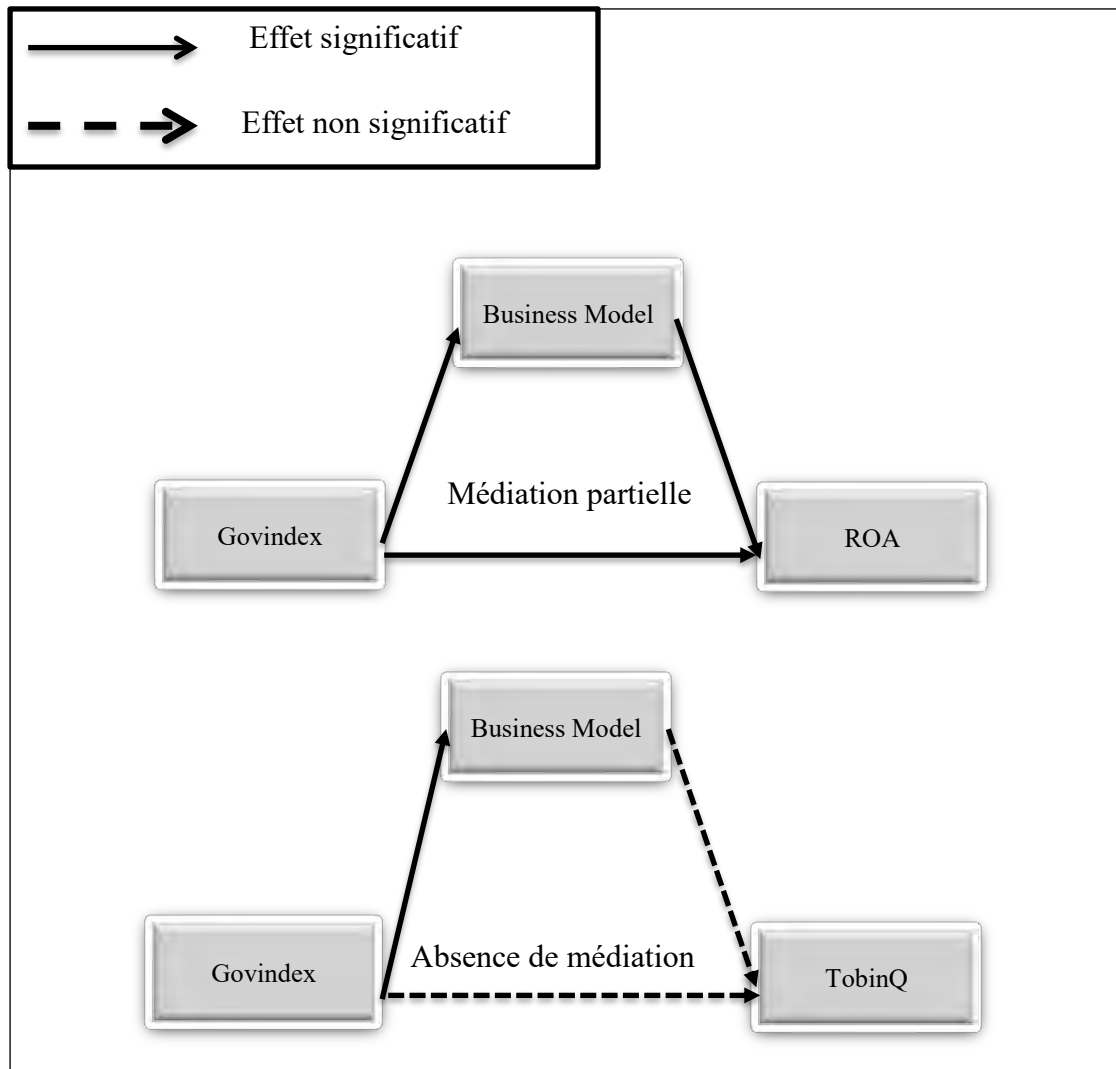
Tableau 40 : Résultats estimant la régression des performances par l'indice de gouvernance et le Business Model.

VARIABLES	Modèle (36) ROA	Modèle (37) TobinQ
L.roa	0.141** (0.0558)	
Bm	0.183*** (0.000993)	-0.00494 (0.00867)
Govindex	0.079* (0.00881)	-0.0330 (0.0768)
Lnta	0.0651** (0.0280)	-2.291*** (0.266)
Varca	9.72e-05 (0.000228)	-0.000385 (0.00193)
Dcp	1.42e-05 (8.24e-05)	-0.000327 (0.000700)
Muette année	Non (0.00500)	Oui (0.0410)
L.tobinq		0.413*** (0.0288)
Observations	364	364
Number of id	26	26

Standard errors in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Il est ressort donc que l'effet transmis par les pratiques de gouvernance sur le Business Model des sociétés non-financières se reflète sur la performance opérationnelle, mais pas sur la performance boursière. Les pratiques de gouvernance affectent directement et indirectement la performance opérationnelle et elles affectent directement la performance boursière des sociétés non-financières cotées sur la Bourse Régionale des valeurs Mobilières.

Figure 19 : Schémas de l'effet médiateur des pratiques globales de gouvernance dans la relation entre la protection des investisseurs minoritaires et les performances des sociétés



De manière générale, il peut être retenu que les pratiques globales de gouvernance assurent un rôle de transmetteur de l'effet de la protection des investisseurs sur les performances opérationnelle et boursière des sociétés non-financières cotées sur Bourse régionale des Valeurs Mobilières. Le Business Model des sociétés non-financières cotées sur la BRVM assure un rôle de transmetteur partiel de l'effet des pratiques globales de gouvernance sur leur performance opérationnelle.

SECTION 2 : Discussion et portée des résultats

Cette section de la thèse est consacrée dans un premier temps à la discussion des résultats obtenus. Il s'agit de l'interprétation approfondie de ceux-ci. Le but ici est de rappeler et d'expliquer les résultats vis-à-vis des théories qui ont permis d'émettre les hypothèses et des débats sur la problématique afin de positionner ces résultats. Dans un second temps, elle a consisté à préciser la portée des résultats de la thèse. Cette rubrique a consisté à analyser la possibilité de généraliser les résultats de la thèse à d'autres populations (ou d'autres contextes de recherche) que celle de la BRVM.

I- Discussion des résultats

L'objectif de cette thèse est d'analyser les effets des facteurs institutionnels et du Business Model sur les performances opérationnelle et boursière des sociétés cotées sur la BRVM. Trois approches ont permis de parvenir à cet objectif. Une première approche a consisté à explorer le lien entre la protection des investisseurs minoritaires et l'indice de gouvernance, une deuxième approche a consisté à postuler que les pratiques de gouvernance d'entreprise ont une influence sur les performances opérationnelle et boursière des sociétés. La troisième approche est double. Elle a consisté dans un premier temps à présumer que la protection des investisseurs minoritaires agit sur les performances par le truchement de la gouvernance et dans un second temps, à supposer que la gouvernance agit sur les performances par le biais du Business Model des sociétés.

Le but de ce point est d'expliquer les résultats obtenus en utilisant des théories et des faits pour montrer en quoi les liens issus des régressions se justifient. Il s'agit de montrer pourquoi les hypothèses sont confirmées ou infirmées.

1- Protection des investisseurs minoritaires et pratiques de gouvernance

L'analyse des données relatives au lien entre la protection des investisseurs minoritaires et le couple structure et fonctionnement du conseil d'administration révèle que le cadre législatif relatif à la protection des investisseurs minoritaires s'améliore (forte protection) lorsque les fonctions de Président du conseil d'administration et de dirigeant tendent à être séparées. Dans cette condition, les postes de Directeurs Généraux ne sont plus confiés à un membre du conseil d'administration et les conseils d'administration tendent à être sous la forme bicamérale.

Ce résultat confirme l'hypothèse selon laquelle l'indépendance du conseil d'administration tend à être renforcée lorsqu'il y a forte protection des investisseurs minoritaires. Les résultats montrent également que l'amélioration du cadre législatif relatif à la protection des investisseurs minoritaire est négativement corrélée avec la concentration de l'actionnariat.

En effet, plus les investisseurs minoritaires sont protégés, moins le capital est concentré. Ce qui signifie que le contrôle exercé par les actionnaires sur les dirigeants tend à être moins renforcé lorsque les investisseurs minoritaires sont protégés. Plusieurs auteurs (Bell et al., 2014; Glaeser et al., 2004; Himmelberg et al., 2002; La Porta et al., 2000; La Porta et al., 1997) ont montré que les dispositifs de gouvernance d'entreprise sont beaucoup plus importants dans les pays où l'environnement juridique est défaillant. La gouvernance des entreprises est plus renforcée dans les pays où le degré de protection des investisseurs est faible.

Cette idée est corroborée par les résultats de la régression de l'indice de concentration de l'actionnariat par la protection des investisseurs. La protection des actionnaires (investisseurs) minoritaires affecte négativement la concentration de l'actionnariat. Ce qui signifie que la concentration de l'actionnariat est une réponse à une protection faible des investisseurs minoritaires. La conclusion générale qui se dégage est que la concentration de l'actionnariat est une réponse endogène à une protection juridique faible des investisseurs. Ces résultats sont conformes à ceux obtenus par Omran et al. (2008).

En outre, le modèle de Burkart et al. (2014) montre qu'une protection accrue des investisseurs a une incidence positive sur le canal de la productivité. Une meilleure protection des investisseurs rend plus probable le transfert du contrôle à des propriétaires plus productifs. Ce transfert est susceptible de réduire le niveau de concentration de l'actionnariat. Cette idée est soutenue par Larrain et al. (2017). Pour ces auteurs, la protection des investisseurs modifie l'importance relative de la productivité et de l'échelle en tant que moteurs des transferts de contrôle des entreprises.

En conclusion, afin de garantir le retour sur investissement dans un environnement où la protection des investisseurs minoritaires est faible, l'accent est mis sur la gouvernance.

Les résultats montrent que l'amélioration du cadre légal relatif à la protection des investisseurs minoritaires concourt à l'amélioration des pratiques tendant à rendre transparentes les sociétés, par la publication des informations comptables et les pratiques d'audit. Il faut noter que seule une société sur les 26 de notre échantillon a mentionné avoir un comité d'audit avec les membres listés dans ses rapports.

Il faut rappeler que la définition retenue pour la transparence est celle de Bushman et al. (2004), qui définissent la transparence des entreprises comme la disponibilité d'informations

spécifiques de l'entreprise cotée en bourse aux personnes qui lui sont extérieures. Les auteurs ont conceptualisé la transparence des entreprises comme le produit d'un système à plusieurs facettes dont les composantes produisent, rassemblent, valident et diffusent collectivement des informations. Ils identifient deux facteurs distincts :

- Le premier facteur, interprété comme la transparence financière, saisit l'intensité et la rapidité des divulgations financières, ainsi que leur interprétation et leur diffusion par les analystes et les médias.
- Le deuxième facteur, interprété comme la transparence de la gouvernance, saisit l'intensité des informations sur la gouvernance mises à la disposition des investisseurs externes afin de pouvoir demander des comptes aux dirigeants et aux administrateurs.

Les auteurs découvrent que le facteur de transparence de la gouvernance est principalement lié au cadre légal d'un pays, alors que le facteur de transparence financière est principalement lié à l'économie politique.

Des études antérieures expliquent l'adoption rapide des normes internationales d'information financière par les avantages qu'en tirent les entreprises. Les normes représentent des contraintes imposées, par exemple, par les marchés financiers. L'adoption de ces normes entraîne, à la fois, une divulgation accrue et des choix comptables réduits. Ce fait a pour conséquence une perte de pouvoir discrétionnaire par les initiés de la société. Renders et Gaeremynck (2007) soutiennent que cette perte dépend des caractéristiques de l'environnement institutionnel (c'est-à-dire le niveau de protection des investisseurs). Pour ces auteurs, l'amélioration de la protection des investisseurs permet de combler des pertes susceptibles de subvenir et de s'armer pour faire face à la concurrence.

Les données sur la gouvernance d'entreprise et les pratiques de divulgation révèlent une grande variation entre les pays en fonction de la protection juridique des investisseurs (Durnev & Kim, 2005). Selon Durnev et Kim (2005), un modèle simple identifie trois attributs d'entreprise liés à cette variation : les opportunités d'investissement, le financement externe et la structure de propriété. Ils constatent que les trois attributs de l'entreprise sont liés à la qualité des pratiques de gouvernance et de divulgation. En outre, toutes les relations sont plus fortes dans les pays moins favorables aux investisseurs ; ce qui montre que les entreprises s'adaptent aux environnements juridiques défavorables pour établir des pratiques de gouvernance efficaces.

Le niveau de divulgation de l'information varie donc considérablement en fonction des entreprises et de son pays d'origine. De plus, la performance financière dépend de la manière dont les informations de l'entreprise sont disponibles au public (Berglöf & Pajuste, 2005).

Toutefois, sur la base d'un échantillon de trente-cinq (35) entreprises cotées sur une période allant de 1998 à 2002, Turki et Omri (2008) ont montré que la propriété familiale et managériale affecte plutôt négativement (lien non linéaire) la divulgation volontaire d'informations. Les auteurs trouvent plutôt que la propriété institutionnelle améliore la stratégie de divulgation volontaire.

Labelle et Schatt (2003) indiquent que, conformément aux prédictions de la théorie de l'agence, la qualité des rapports annuels croît avec la dilution de l'actionnariat. Selon eux, la relation entre la dilution de l'actionnariat et la qualité des relations avec les investisseurs n'est pas linéaire mais, curvilinéaire.

Bien que la divulgation des informations soit une contrainte pour les sociétés cotées, le contenu des rapports publiés et les pratiques d'audit varient d'une entreprise à une autre. La découverte ici est que la transparence, la publication de l'information comptable et les pratiques d'audit bien que représentant une contrainte du marché, s'améliore lorsque la protection des investisseurs est forte. La protection des investisseurs minoritaires a un effet positif sur la divulgation des avantages accordés aux administrateurs. Plus le cadre légal relatif à la protection des investisseurs minoritaires s'améliore, plus les sociétés ont tendance à divulguer les avantages accordés aux administrateurs.

Melis et al. (2015) constatent que le niveau de divulgation volontaire est significativement associé aux incitations spécifiques aux entreprises, telles que la demande d'informations émanant des investisseurs et le besoin de légitimité. Cette étude fournit également la preuve que l'information divulguée dans les documents des entreprises ne permet pas aux lecteurs d'obtenir une image complète de la rémunération des administrateurs. Les bonus sont mal divulgués même s'ils constituent un élément clé de la rémunération des administrateurs. Kang et Nanda (2018) ont pourtant montré que la taille de l'entreprise et la présence du comité de rémunération sont significativement liées à l'indice de divulgation et de conformité de la rémunération des dirigeants.

Dans cette logique, les résultats des études de DeBoskey et al. (2018) démontrent que l'existence d'un comité qui établit et revoit les principales activités politiques et les politiques de divulgation, en particulier celles qui sont entièrement composées d'administrateurs externes, améliore considérablement la transparence. Les résultats sont conformes à la théorie de l'agence et soutiennent davantage l'idée plus généralisable selon laquelle des mécanismes de gouvernance et des comités spécialisés et entièrement indépendants mènent à une divulgation plus transparente.

Il peut être conclu qu'en l'absence de comité de rémunération, l'amélioration du cadre légal relatif à la protection des investisseurs minoritaires est un déterminant de la divulgation des avantages accordés aux administrateurs.

Dans la logique que les dispositifs de gouvernance d'entreprise sont beaucoup plus importants dans les pays où l'environnement juridique est défaillant et que les pratiques de gouvernance sont adaptées à l'environnement institutionnel, cette thèse a étudié le lien qui existe entre la protection des investisseurs et l'adoption des normes éthiques et pratiques RSE en se basant sur le modèle large de gouvernance d'entreprise.

Malgré l'existence de définitions hétérogènes, les chercheurs classent souvent les définitions existantes de la gouvernance d'entreprise comme « étroites » ou « larges ». En prélude, la dichotomisation étroite-large est basée sur la mesure dans laquelle un régime de gouvernance d'entreprise se concentre essentiellement sur la satisfaction des intérêts paroissiaux des actionnaires ou la satisfaction des intérêts plus larges de divers groupes d'intervenants sociétaux (Ntim, 2018).

Il ressort des tests statistiques que : lorsque la protection des investisseurs tend à s'améliorer, les sociétés tendent à mettre en place le code éthique et à adopter les pratiques RSE. La découverte qui s'en suit est qu'en dehors de la variance des orientations organisationnelles identitaires et les transactions, en tant que logiques dominantes des gestionnaires des organismes qui adoptent les pratiques RSE, la protection des investisseurs représente également un déterminant.

En définitive, la protection des investisseurs est, en effet, en raison de la mondialisation accrue, de l'intégration accrue des marchés boursiers mondiaux et de la prolifération des codes nationaux et transnationaux de gouvernance d'entreprise, un des facteurs qui détermine la gouvernance d'entreprise dans son sens large. Ainsi, comme le montre la théorie néo-institutionnaliste (North, 1990), les notions de marché et de relations marchandes ne se suffisent pas à elles-mêmes pour rendre compte des propriétés d'un système économique, il faut intégrer les systèmes de coordination et le cadre institutionnel qui révèlent de la logique politique.

2- Relation entre gouvernance et performances des sociétés

Ce point est consacré à la discussion des résultats en ce qui concerne le lien qu'on peut établir entre la structure et le fonctionnement du conseil d'administration, la structure de propriété, la transparence et les pratiques d'audit, la rémunération des administrateurs et l'adoption du code

éthique et des pratiques RSE d'une part, et les performances opérationnelle et boursières d'autres part.

2-1- Structure et fonctionnement du conseil d'administration et performance

Les résultats des tests statistiques ont montré que la séparation des fonctions de Président du Conseil d'administration et de Dirigeant affecte négativement la rentabilité des actifs investis et la rentabilité boursière. En effet, les performances opérationnelles et boursières tendent à s'accroître lorsque la structure du conseil d'administration est duale. Ce qui confirme la théorie *stewardship* (Donaldson & Davis, 1991) selon laquelle les managers ne sont pas toujours motivés par leurs intérêts individuels, mais économe et militant pour l'intérêt du principal.

Le cumul des deux fonctions de dirigeant et de Président du Conseil d'Administration confère aux dirigeants un pouvoir discrétionnaire plus important, ce qui favoriserait la poursuite d'intérêts stratégiques et l'enracinement des dirigeants (Bova et al., 2015; Ginglinger et al., 2011; Toe et al., 2017). Toe et al. (2017), en utilisant les estimateurs GMM en panel dynamique qui permet de traiter les problèmes d'endogénéité aboutissent aux mêmes résultats.

Or, le débat sur les effets du cumul des fonctions de Directeur Général et de Président du Conseil d'Administration (dualité) sur la performance des sociétés n'est pas résolu n'est pas aussi résolu. Ainsi, certaines études concluent que la dualité permet de meilleures performances. Ils estiment qu'il est important que l'entreprise soit gérée par la même personne pour éviter les malentendus. Cette option offrirait plus de flexibilité pour saisir de nouvelles opportunités et conduire à de meilleures performances. De plus, Godard et Schatt (2000) constatent que les entreprises ayant opté pour la dualité des fonctions sont plus rentables à long terme.

D'autres études indiquent que les entreprises qui adoptent la séparation des fonctions de directeur général et de président du conseil obtiennent de meilleurs résultats que celles qui combinent ces deux fonctions (Berg & Smith, 1978; Boyd, 1995; Pi & Timme, 1993a). L'argument avancé est que la combinaison des fonctions diminue l'efficacité du conseil d'administration et augmente le risque d'actions opportunistes de la part du dirigeant qui prend la position de juge et de partie.

Le débat théorique sur le choix entre cumul et séparation des fonctions a mis en avant deux points de vue opposés quant à l'opportunité de l'un ou l'autre des deux régimes. Une grande partie des études recommande la séparation des fonctions, l'argument avancé est que cette

séparation permet le contrôle des décisions des administrateurs et diminue les conflits d'agence (Fama & Jensen, 1983b; M. C. Jensen, 1993; Pi & Timme, 1993b).

Cependant, Principe (2016) a constaté que la dualité n'a aucun effet sur l'innovation, par conséquent, elle n'affecterait pas la performance.

Ces résultats contradictoires peuvent être dus aux différentes méthodes utilisées par les différents auteurs, compte tenu du caractère endogène reconnu aux données liées à la gouvernance d'entreprise. Plusieurs auteurs indiquent que les estimateurs GMM et LSDVC sont les plus adaptés pour ces types de données. Dans le cadre de cette recherche, les régressions dynamiques ont été faites avec les estimateurs LSDVC et les résultats sont conformes à ceux de Toe et al. (2017) ayant utilisé les mêmes types d'estimateurs.

Dans notre contexte de marché de petite taille comme la BRVM et dominé par les sociétés sous contrôle de grands groupes étrangers, la séparation des fonctions affecte négativement les performances. Ceci traduit que la dualité a un effet positif sur les performances.

L'adoption d'un conseil bicaméral affecte négativement la rentabilité des actifs investis et positivement la rentabilité boursière. Il est nécessaire de rappeler ici que dans le cadre de cette thèse, il ne s'agit pas, à proprement parler, de l'adoption d'un conseil de surveillance et directoire. Est considérée comme ayant un conseil unicaméral ici, la société n'ayant pas mentionné avoir, à la fois, un conseil directoire et un conseil d'administration avec des membres connus et listés dans les rapports annuels ; et est considérée comme ayant un conseil bicaméral, la société disposant, à la fois, d'un conseil d'administration et d'un conseil directoire bien établis et mentionnés dans les rapports annuels.

Il est vrai que la littérature sur le rôle et le fonctionnement du Conseil d'Administration dans les grandes entreprises cotées est abondante, mais les articles abordant l'effet de la forme bicamérale du conseil d'administration sur la performance se font rares. Certains facteurs relatifs au contrôle du dirigeant sont pris en compte dans le fonctionnement du conseil d'administration : la performance et la structure de propriété de l'entreprise (Godard, 1998). L'existence d'un conseil directoire organisé au sein d'une entreprise peut conduire à son renforcement pour des décisions efficaces comme elle peut conduire à opposer le conseil de direction au conseil d'administration.

L'adoption d'une structure de gouvernance bicamérale peut donc servir comme un moyen de contre-pouvoir face au Conseil d'Administration comme c'est le cas des préconisations des lois Auroux (1982) qui ont établi le comité d'entreprise (CE, désormais CSE) comme un lieu de contre-pouvoir face au conseil d'administration (Hollandts & Aubert, 2019). En effet, le comité de direction a la capacité d'éclairer les débats qui ont eu lieu au sein du Conseil

d'Administration et peut tenter de réorienter la politique générale préalablement fixée par le Conseil d'Administration.

La théorie de l'identité sociale qui s'inscrit dans la perspective de l'étude des conflits intergroupes postule que la seule catégorisation en deux groupes distincts entraîne la discrimination à l'encontre de l'exogroupe dans le but de différencier son groupe. L'enjeu de la différenciation est une identité collective positive, celle-ci résultant d'une comparaison intergroupe favorable à l'endogroupe (Autin, 2010). Lorsqu'un comité de direction est composé plus de techniciens spécialistes des questions pointues liées aux activités de l'entreprise, il serait doté d'une liberté relative dans les prises de décisions. L'essentiel de cette liberté, comme dans l'enseignement supérieur, s'exerce par un mode de gouvernance dit bicaméral, c'est à dire une ligne de décision portant, d'un côté, sur la gestion de l'organisation, où l'on trouve une proportion croissante de dirigeants qui ne sont pas des techniciens, et, de l'autre, une ligne de décision portant sur les affaires dites techniques, où l'on trouve principalement des spécialistes (Maltais & Defarges, 2014).

Or, les crises sociales surviennent lorsque l'on sort de cette logique de complémentarité et d'alignement des intérêts. Dans ce sens, les résultats obtenus peuvent être compris dans le sens que les sociétés disposant de conseil de direction formel ont tendance à contre-performer, en termes de rentabilité des actifs investis, par rapport à celles qui n'en disposent pas. Cependant, celles qui disposent de conseil ou comité de direction ont tendance à avoir une rentabilité boursière élevée. L'adoption et la mise en place de conseil de direction seraient perçues comme un signal en termes de bonne gouvernance par les investisseurs.

En ce qui concerne l'effet de la taille du conseil d'administration sur les performances des sociétés cotées, aucun résultat significatif n'est obtenu. Cependant, la taille du conseil d'administration est vue, par la théorie de l'agence, comme le paramètre le plus important dans le fonctionnement de l'entreprise. Dans un conseil d'administration de grande taille, comme il est mentionné plus haut, il est plus probable de trouver des administrateurs qui ne partagent pas les mêmes opinions que le dirigeant. De ce fait, il est plus difficile pour le dirigeant de faire accepter des décisions favorisant ses seuls intérêts (Vanappelghem, 2015).

Cependant, les résultats d'autres travaux sur le sujet montrent que la taille du conseil d'administration dépend des relations de la firme avec son environnement stratégique. Les conseils d'administration dont le rôle d'accompagnement stratégique prédomine sont le plus souvent de taille plus restreinte afin de permettre une prise de décision plus rapide. Par la suite, Boone et al. (2007) constatent que la taille de l'entreprise évolue au fur et à mesure de son développement. Ils constatent également que la taille du conseil d'administration augmente

régulièrement après l'introduction en bourse de la firme, du fait notamment de l'entrée de nouveaux actionnaires au sein du capital de la firme. De surcroît, la taille du conseil d'administration augmente avec le niveau de diversification des activités de la firme. Enfin, elle s'accroît lorsque le dirigeant et son équipe de gestion disposent de facilités d'enracinement telles que les clauses de protection contre les offres de rachat de la firme.

Or, la taille du conseil ne suffit pas à elle seule à expliquer les différences de performance entre entreprises (Dalton et al., 1999). Même si les changements au niveau de la structure de propriété des sociétés représentent des opportunités de croissance et que la performance de l'entreprise à long terme repose plus sur sa capacité à créer, repérer ou exploiter ces nouvelles opportunités (Chabaud & Messeghem, 2010), l'opportunité n'est pas la performance déjà réalisée.

C'est dans ce sens qu'il semble opportun de comprendre les résultats relatifs à l'inexistence de lien significatif entre la taille du conseil d'administration et la performance. La variation de la taille du conseil d'administration est liée aux ressources de l'entreprise ou à l'intégration des experts afin de booster la performance ; mais selon ce point de vue, l'investissement à impact social, résumé à l'investissement dans des entreprises ayant un double objectif, à la fois social et financier, ne se justifie que si ces entreprises sont capables de faire mieux qu'une simple diversification de portefeuille, c'est-à-dire l'investissement séparé dans différents types d'activités (Viviani, 2018). L'augmentation de la taille du conseil d'administration n'aura un effet que lorsque l'alignement des intérêts entre les principaux acteurs de l'investissement ayant induit cette augmentation est une réalité.

2-2- Structure de propriété et performances

Dans le cadre de l'analyse de la relation entre la gouvernance et la performance, ce travail a également consisté à l'analyse de l'effet de la structure de propriété sur les performances opérationnelle et boursière.

Dans un premier temps, les résultats montrent que les sociétés dans lesquelles les investisseurs financiers et institutionnels sont actionnaires tendent à avoir une rentabilité élevée des actifs investis tandis que leur présence n'a aucun effet sur la performance boursière mesurée par Q de Tobin. La présence d'investisseurs financiers et institutionnels ne représente donc pas un signal (Connelly et al., 2011) de performance future, mais permet de renforcer la performance comptable.

Yigbedek (2015) étudie le lien entre la structure de propriété et la performance des entreprises d'assurance du Cameroun et obtient un résultat selon lequel la part du capital détenue par les actionnaires institutionnels a une influence positive sur la performance. Jensen (1993) luttait

déjà pour « la résurrection d'actionnaires actifs » afin de pallier l'insuffisance de discipline exercée par les marchés. Pour lui, ces actionnaires actifs ne sont autres que les investisseurs institutionnels.

A l'inverse, ils sont souvent accusés de mettre la pression sur les dirigeants et de privilégier un horizon à court terme (Porter, 1992). Mais la performance des entreprises est de plus en plus liée à la présence des investisseurs institutionnels. Les investisseurs institutionnels constituent un des piliers essentiels dans la discipline des hauts dirigeants (Fich et al., 2015 ; Huson et al., 2001). Le niveau des participations institutionnelles a un lien positif avec la durabilité de *reporting*, mais pour les investisseurs de long terme.

L'influence des actionnaires financiers et des investisseurs institutionnels sur la performance n'est pas évidente a priori selon certains auteurs. Bien qu'ils soient reconnus comme des investisseurs compétents (Bushee, 1998), leur implication dans la gouvernance de l'entreprise va largement dépendre de leur part dans le capital et de leur horizon de placement. Lorsqu'ils détiennent une fraction significative du capital, les actionnaires financiers et institutionnels peuvent ainsi exercer un rôle de contrôle délégué (Diamond, 1984) au profit des autres actionnaires. De ce fait, leur présence influence positivement la performance dans le long terme (Mard et al., 2014).

Cependant, un rôle de modération est attribué à la présence des investisseurs financiers et institutionnels dans le capital des sociétés. Ming et al. (2018) utilisent les données de la Malaisie pour examiner si les investisseurs institutionnels affectent la relation entre la performance de l'entreprise et la rémunération des PDG. Dans l'ensemble, ils constatent que la propriété totale des investisseurs institutionnels a un effet négatif sur le lien positif entre la performance des entreprises et la rémunération des PDG.

Pour ces auteurs, lorsque les investisseurs institutionnels sont catégorisés en locaux et étrangers, ils constatent que l'effet négatif est dû à la propriété institutionnelle locale ; ce qui correspond à l'argument selon lequel la présence des investisseurs institutionnels étrangers est associée à un meilleur suivi. La présence d'investisseurs financiers et institutionnels jouerait plus un rôle modérateur qu'assumer un lien direct sur les performances. L'intensité du lien des tests d'effets modérateurs informerait plus sur la question.

Dans un deuxième temps, les résultats montrent que la concentration de l'actionnarisation a un effet positif sur les performances opérationnelle et boursière des sociétés. Les sociétés cotées sur la BRVM ont donc tendance à performer lorsque l'actionnariat est concentré dans les mains de grands groupes étrangers. La concentration désigne la plus ou moins importante diffusion du capital parmi les actionnaires. Au sens de Mintzberg (1983), la concentration peut se

substituer à l'implication, dans la mesure où un actionnaire important peut créer un lien étroit avec les dirigeants en dehors de l'exercice effectif des droits de vote ou de la présence au conseil.

Dès lors, plus l'actionnariat est concentré et les actionnaires impliqués, plus leur pouvoir sur une entreprise est important. Sur le plan théorique, l'étude de la relation entre la concentration de l'actionnariat et la performance peut être analysée au regard de la théorie de l'agence et de la théorie de l'enracinement. Les firmes dont le capital est diffus souffriraient d'un déficit de contrôle, susceptible d'affecter la performance financière (Berle & Means, 1932). A l'opposé, la concentration du capital entre un petit nombre d'actionnaires permet un meilleur contrôle des dirigeants (Beneish, 1997). Shleifer et Vishny (1986) développent un modèle qui concourt à soutenir l'idée que la présence d'un actionnaire de contrôle conduit à la performance.

Ces résultats sont conformes à ceux de Tsionas et al. (2012) et de Nguyen et al. (2015). Ces auteurs ont tenu compte du caractère endogène de la structure de propriété et ont utilisé l'estimateur GMM en tenant compte de l'avancée significative fournie par Lewbel (1997). Les résultats empiriques obtenus suggèrent que la concentration de la structure de propriété est positivement et fortement associée à une meilleure performance des entreprises dans le secteur du transport maritime. Les résultats à l'aide des tests semi-paramétriques de Hamadi et Heinen (2015) montrent des écarts importants par rapport à la linéarité. L'effet de la concentration de l'actionnariat sur la performance est positif jusqu'à environ 75 ou 80% et légèrement concave. Mais Lozano et al. (2016) précisent que lorsque l'actionnaire principal exerce un contrôle effectif sur l'entreprise (c'est-à-dire un contrôle absolu ou un contrôle inférieur au contrôle absolu, mais sans le contrôle d'un second actionnaire important), la relation entre concentration de l'actionnariat et la valeur d'entreprise est en forme de U.

Cependant, pour la première fois, Abdallah et Ismail (2017) constatent que la relation positive entre la qualité de la gouvernance et la performance de l'entreprise est maintenue et qu'elle est plus forte lorsque la concentration de la propriété est faible. Plus intéressant, ils constatent que la relation entre la gouvernance et la performance des entreprises est une fonction croissante de la propriété dispersée et que la valeur ajoutée de la bonne gouvernance n'est pas nécessairement maintenue à des niveaux élevés de concentration de la structure de propriété. Les auteurs précisent qu'une telle relation va atteindre son plus haut niveau lorsque le gouvernement ou les collectivités locales sont les principaux actionnaires de l'entreprise.

Toutefois, selon la théorie d'agence, la concentration de l'actionnariat est à l'origine de divergence d'intérêts et de conflits entre actionnaires majoritaires et actionnaires minoritaires (conflit d'agence de type principal/principal). Les actionnaires majoritaires, par exemple

lorsqu'ils sont également dirigeants, sont accusés de s'attribuer des bénéfices privés au détriment des actionnaires minoritaires ou lorsqu'ils ne sont pas dirigeants, ils ont la possibilité de comploter avec les dirigeants au détriment des intérêts des actionnaires minoritaires.

Dans ces circonstances, la concentration de l'actionnariat peut conduire à un phénomène d'enracinement de l'actionnaire de contrôle, préjudiciable à la performance de l'entreprise (Demsetz, 1983). Dans cet ordre d'idée, Ducassy et Guyot (2017) cherchent à comprendre le rôle prépondérant joué par les *blockholders* et leur véritable mécanisme de gouvernance, dans le contexte français, caractérisé par des structures de propriété complexes. Ils se sont concentrés sur le rôle que les actionnaires de second rang peuvent jouer dans la gouvernance optimale des entreprises et dans leur capacité à résoudre les conflits entre le principal / agent et le principal/ l'agence principale. Ils constatent que les actionnaires de second rang exercent une surveillance supplémentaire efficace lorsque le pouvoir est contestable, mais ce phénomène augmente les coûts du principal/organisme principal en présence d'un actionnaire majoritaire.

Ainsi, en conclusion, dans le contexte des sociétés cotées sur la BRVM qui sont, pour la plupart, sous le contrôle privé étranger, donc caractérisées par une forte concentration de l'actionnariat et où les actionnaires de second rang détiennent des parts très faibles, la concentration joue favorablement pour la performance.

La recherche scientifique étant un processus dynamique, une démarche rationnelle qui permet d'examiner des phénomènes, des problèmes à résoudre, et d'obtenir des réponses précises à partir d'investigations, il est constaté dans la conduite de cette recherche qu'en présence de la variable concentration de l'actionnariat, le lien entre la présence d'investisseurs financiers et institutionnels et la performance boursière devient significatif.

L'analyse montre que la présence d'investisseurs financiers et institutionnels modère négativement la relation positive entre la concentration de l'actionnariat et la rentabilité des actifs investis ainsi que la performance boursière mesurée par Q de Tobin. La présence des Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM), regroupés en Sociétés d'Investissement à Capital Variable (SICAV), en Fonds Communs de Placement (FCP) ou toute autre forme d'Organisme de Placement Collectif en valeurs mobilières agréé par le Conseil Régional, des banques ou des compagnies d'assurances modère la relation entre la concentration de l'actionnariat et les performances.

Les investisseurs institutionnels sont aujourd'hui des acteurs incontournables dans l'économie mondiale. Ils jouent un rôle moteur dans l'internationalisation des marchés financiers (Plihon, 1999; Sahut & Othmani Gharbi, 2010); ils ont acquis la première place en tant qu'actionnaires dans de nombreuses entreprises (Morin, 1998); ils sont en mesure d'influencer la gestion de ces

entreprises d'une manière parfois décisive, même s'ils demeurent pour chacun d'entre eux des actionnaires minoritaires (Jeffers & Plihon, 2001). Selon Bughin et al. (2011), les investisseurs institutionnels constitueraient un contre poids face au pouvoir des dirigeants. Ils sembleraient donc constituer une *zone tampon*, des relais entre, d'une part, l'équipe dirigeante et, d'autre part, le marché. De manière synthétique, ils regroupent les organismes de placement collectif, les compagnies d'assurances et les fonds de pension. Certains auteurs ont cherché à savoir si le comportement des représentants des investisseurs institutionnels dans les conseils conduit à des différences observables dans le financement des entreprises et la performance.

En effet, García-Meca et al. (2015) constatent que les administrateurs représentant des investisseurs sensibles à la pression (banques et compagnies d'assurance, par exemple) préfèrent un effet de levier financier moindre, tandis que les administrateurs résistant aux pressions (fonds communs de placement et fonds de pension) ne montrent aucune préférence particulière. Lorsqu'ils sont analysés séparément, les administrateurs nommés par les banques et les compagnies d'assurances ont des attitudes différentes. Les représentants des banques dans les conseils augmentent à la fois le levier financier et la dette bancaire.

Les résultats de ces auteurs suggèrent que certains types d'administrateurs institutionnels fournissent des ressources financières aux entreprises au sein desquelles ils siègent. Leurs résultats soutiennent aussi que les conseils gèrent l'incertitude associée à la prise de décision stratégique et fournissent aux entreprises un accès préférentiel aux ressources et à l'expertise financière.

On peut ainsi conclure, dans le contexte de cette étude, que la présence d'investisseurs financiers et institutionnels est un facteur qui engendrerait de conflit d'intérêts ou une complémentarité stratégique qui tend à diminuer les effets positifs de la concentration de l'actionnariat sur la rentabilité des actifs investis et la rentabilité boursière.

En ce qui concerne la structure de propriété, l'effet du pourcentage de capital flottant sur les performances opérationnelle et boursière a été mis en exergue. Aucun effet significatif n'a été observé sur les performances. Plusieurs auteurs se sont intéressés aux déterminants du taux de flottant à l'introduction en bourse ou sur les effets des introductions en bourse, mais ils s'intéressent majoritairement aux performances boursières à court terme (mesure et explication du phénomène de sous-évaluation du prix d'offre).

Poincelot et Poincelot (2017) ont étudié la mesure dans laquelle les motivations à s'introduire en bourse ainsi que les conséquences sur la performance post-introduction peuvent conditionner le choix du taux de flottant et d'une décote du prix offert à l'introduction. A partir d'un

échantillon de 75 sociétés introduites sur la période avril 2005 - février 2014 sur Euronext Paris, les auteurs ont obtenu des résultats significatifs entre plusieurs variables explicatives (facteur de dilution, taux de flottant) et la décote. Ces résultats sont cohérents avec la motivation du désengagement des actionnaires principaux. Le pourcentage de cession des principaux actionnaires explique également le taux de flottant. Le taux de capital flottant serait un signal dans le court terme et non le long terme.

2-3- Publication d'information, audit, rémunération, pratiques éthiques et performances

Les résultats montrent que la publication de l'information comptable, les pratiques d'audit et la publication des avantages accordés aux administrateurs ont un effet positif sur la rentabilité des actifs investis, mais n'ont aucun effet sur Q de Tobin. Chi (2009) a examiné si les différences dans la qualité de la transparence au niveau de l'entreprise et dans la divulgation des pratiques de gouvernance d'entreprise aident à expliquer le rendement dans un échantillon représentatif d'entreprises taïwanaises.

Cette étude fournit des preuves qui concordent avec les initiatives des régulateurs taïwanais selon lesquelles de bonnes pratiques de divulgation des informations de l'entreprise jouent un rôle important dans la performance de cette dernière. Les résultats montrent que l'approche du réseau peut être mise en œuvre avec succès pour prédire la performance d'une entreprise cotée sur le marché financier.

Bien que les règles spécifiques de gouvernance d'entreprise soient souvent controversées, la plupart des observateurs s'accordent sur la nécessité de divulguer qui possède et contrôle une entreprise et quels sont les mécanismes de gouvernance en place (Berglöf & Pajuste, 2005). Berglöf et Pajuste (2005) ont examiné une telle divulgation d'informations dans un échantillon de 370 sociétés cotées en bourse en Europe centrale et orientale. Les données montrent une non-divulgation généralisée des éléments les plus fondamentaux des dispositifs de gouvernance d'entreprise, malgré la réglementation en vigueur.

Le niveau de divulgation varie considérablement d'une entreprise à l'autre et il y a un fort effet pays dans ce que les sociétés divulguent. Globalement, ce qui est divulgué dépend du cadre juridique et des mécanismes de gouvernance dans un pays donné.

Ouattara (2017) étudie l'impact de la publication des notations financières sur le cours et la liquidité des actions cotées sur la Bourse Régionale Ouest Africaine de Valeurs Mobilières (BRVM). Ces notations, qui représentent une nouvelle fonctionnalité, sont supposées réduire l'asymétrie d'information entre les investisseurs et les émetteurs de titres (fonds propres) et

susceptibles de réduire le coût du capital. L'auteur montre que les cours des actions réagissent à la diffusion des notes financières, mais dans le sens contraire de ce qui est attendu.

Dans le cadre de cette thèse, il était attendu prioritairement que la publication des informations soit considérée comme un signal et booste la performance boursière ; ce qui n'est pas le cas. Ndong (2007), avait déjà constaté que la BRVM ne réagit ni à la publication des bénéfices sur toute la période-événement considérée, ni à la variation de taux d'intérêt. L'absence des effets attendus, en termes de réaction des investisseurs, sur le marché de la BRVM pourrait être due à son niveau d'efficience.

L'adoption d'un code éthique et des pratiques RSE n'affectent pas significativement les performances opérationnelle et boursière. Les chercheurs ont signalé un impact positif, négatif et neutre de la responsabilité sociale des entreprises (RSE) sur la performance financière (McWilliams & Siegel, 2000). Cette multitude de résultats peut être due à une analyse empirique imparfaite. McWilliams et Siegel (2000) montrent une faille particulière dans les études économétriques existantes de la relation entre la performance sociale et financière et estiment que les modèles utilisés par plusieurs auteurs sont mal spécifiés parce qu'il ne contrôle pas les régressions par R&D, qui s'avère être un déterminant important de la performance de l'entreprise. Selon eux, cette erreur de spécification entraîne des estimations biaisées. Ils spécifient à nouveau le modèle et constatent que la RSE a un impact neutre sur la performance financière.

McGuire et al. (1988) ont analysé les relations entre les perceptions de la responsabilité sociale des entreprises et leur performance financière. Les résultats montrent que la performance antérieure d'une entreprise, évaluée à la fois par les rendements boursiers et les mesures comptables, est plus étroitement liée à la responsabilité sociale des entreprises que la performance ultérieure. Les résultats montrent également que les mesures du risque sont plus étroitement associées à la responsabilité sociale que les études précédentes l'ont suggéré. Certains auteurs suggèrent que la présence d'investisseurs institutionnels stimule le lien entre éthique, RSE et performance.

Motta et Uchida (2017) ont étudié le lien entre la présence d'investisseurs institutionnels, la responsabilité sociale des entreprises et leur performance. Leurs résultats suggèrent que les lois non-contraignantes destinées aux investisseurs institutionnels peuvent renforcer les pratiques commerciales responsables et que les initiatives des gouvernements nationaux jouent un rôle efficace. Villarón-Peramato et al. (2018) ont effectué une autre recherche sous l'hypothèse que la responsabilité sociale des entreprises (RSE) peut être promue comme stratégie d'autodéfense

contre les coûts discrétionnaires managériaux, conduisant le marché des capitaux à exiger des niveaux d'endettement plus élevés pour résoudre les frictions et contrôler la gestion.

La conclusion qui peut être tirée est que les pratiques éthiques et RSE adoptées par les sociétés cotées sur la BRVM n'a aucun effet sur leurs performances. Ces sociétés privilégieraient des pratiques RSE et éthique allant dans le sens du respect des normes dans leur secteur d'activité que dans le sens d'augmenter leur notoriété afin d'attirer un maximum de clients.

3- Effets du Business Model sur les performances

Les résultats montrent que, plus la société intègre de nouvelles manières de faire ou de nouveaux produits ou services de façon durable, plus sa performance augmente. Ces résultats sont conformes à ceux de Amit et Zott (2002, 2010) et Brannon et Wiklund (2016). Pour Brannon et Wiklund (2016), le Business Model Innovation est le moyen le plus important pour accroître la performance, surtout dans les petites entreprises.

De plus, les résultats montrent que, lorsqu'il y a complémentarité entre les produits ou les services de la société de façon durable, plus la société est performante. Cette manche des résultats est à l'opposé de ceux obtenus par Amit et Zott (2002, 2010). En effet, Pour Amit et Zott, ce fait serait dû à la capacité de négociation des autres parties prenantes du Business Model.

Le résultat contraire obtenu dans le cadre des sociétés non-financières cotées sur la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières serait dû au fait que les centres de responsabilités se complètent dans les sociétés étudiées. En outre, les sociétés qui consomment une partie de leurs propres produits dans un centre de responsabilité ne supporteraient pas de charges de distribution. Ce qui pourrait participer à la réduction des charges et augmenter la performance de la société.

C'est dans cette logique qu'il est reconnu que la complémentarité entre les produits représente un avantage concurrentiel qui, à long terme peut impacter la performance de l'entreprise (Porter & de Lavergne, 1986). Identifier et choisir les ressources et compétences susceptibles de générer des revenus ne constituent qu'une phase de l'analyse en termes de BM. L'offre doit donc être choisie, élaborée et valorisée. Cette phase d'élaboration de l'offre de produits et services va permettre de déterminer à qui l'entreprise s'adresse et quelles sont ses relations avec les différents agents de son système de valeur.

En effet, une firme doit identifier les agents auprès desquels elle valorisera ses ressources pour générer des revenus. Traditionnellement, le « client » est celui qui paye l'acquisition ou

l'utilisation de la ressource en lien direct avec la mission de l'entreprise. Par exemple, les gaz médicaux proposés et par Air Liquide Healthcare dans le centre de responsabilité Air Liquide industrie sont utilisables dans le Centre Air Liquide Santé.

Le Business Model orienté Lock-In affecte négativement la performance des sociétés cotées étudiées. Ce résultat est contraire à ceux de Amit et Zott (2002). En effet, certains arbitrages qui s'opèrent selon un raisonnement décrit par la théorie des coûts de transactions (Williamson, 1983) conditionnent le choix d'une forme d'organisation par les entreprises. Ces arbitrages consistent à vérifier s'il est plus rentable d'internaliser ou d'externaliser une activité, et par la théorie sur la dépendance des ressources (Wernerfelt, 1984), pour savoir comment contrôler les activités dont dépend l'avenir de l'entreprise. Dans le domaine des coûts de transactions, Jarillo (2013) présente le réseau de firmes comme une logique de cotraitance, alternative à la sous-traitance et à l'intégration qui constitue une nouvelle manière de faire de la compétition.

Selon les résultats, lorsque les sociétés sont en réseau avec ses partenaires qui interviennent dans le processus de création de la valeur, leurs performances diminuent.

Ces résultats sont contraires aux prédictions de comportements loyaux des clients dans une situation de « switching cost ». En effet, la substitution des coûts est une stratégie commune recommandée pour augmenter la fidélité des clients, car les coûts de changement de fournisseurs alternatifs peuvent dissuader les clients à expérimenter d'autres fournisseurs (Grønhaug & Gilly, 1991; Heide & Weiss, 1995; Oliver, 1999).

Ce résultat contraire aux comportements de loyauté des clients peut s'expliquer par l'incertitude de l'environnement économique occasionné par la crise politique en Côte d'Ivoire où se trouvent 25 des 26 sociétés de l'échantillon de l'étude. Cette crise politique a certainement rendu incompatible le système d'activités existant des sociétés à la nouvelle situation du marché. C'est pourquoi Hellström et al. (2015) soutiennent l'idée selon laquelle dans un système basé sur le Lock-In, il est important pour les sociétés d'identifier les facteurs qui influencent les Business Models des entreprises collaboratrices afin de faciliter les transitions du système et les changements dans la logique de création de valeur.

Par exemple, la société SOLIBRA mentionne que « *ce climat politique, très tendu au cours de l'année 2000, a une forte répercussion sur les activités économiques du pays ...* » (SOLIBRA, 2000, p. 1). Cette crise a occasionné « *la fragilisation des clients avec pour corollaires des difficultés de recouvrement et la réduction de la demande* » (FILTISAC, 2010, p. 4).

Depuis l'exercice 2000 jusqu'à l'exercice 2006 par exemple, la Société SERVIAIR ABIDJAN CI cumule une affectation au compte Report à nouveau débiteur de 1 652 702 150 F CFA

(SERVAIR, 2006, p. 1). Dans cette condition, les avantages compétitifs ne peuvent plus être maintenus.

Ce résultat peut être également compris par la théorie “*obsolescing bargaining*” de Vernon (1971). En effet, la théorie “*obsolescing bargaining*” explique la nature changeante des relations de négociation entre les organisations en fonction des objectifs, des ressources et des contraintes de chacune des parties. Le contexte du fonctionnement du réseau étant devenu obsolète du fait de la crise politique, continuer à effectuer des échanges via le Lock-In des clients et partenaires serait préjudiciable pour la performance des firmes.

En effet, pour Afuah (2000), les entreprises perdent leur avantage concurrentiel lorsque des changements interviennent dans leur environnement. Selon cet auteur, la performance d’une entreprise baisse lorsque la technologie par laquelle les co-opérateurs sont verrouillés change.

Les performances de la société tendent à s’accroître lorsqu’elle publie sa perspective de croissance pour mieux informer les investisseurs et les autres acteurs du marché. Il est difficile d’imaginer comment un dialogue entre les investisseurs et la direction sur les états financiers pourrait être fructueux, si on n’a pas mis l’accent sur les résultats. Pour prendre part à un tel dialogue, les utilisateurs ont besoin de comprendre l’entreprise, d’analyser comment elle a réalisé son résultat, et comment ce résultat a été affecté par divers facteurs. En d’autres termes, ils ont besoin de connaître son Business Model.

Leisenring et al. (2012) ont discuté de la façon dont l’établissement de rapports financiers sur le Business Model d’une entité est effectué. Selon eux, l’établissement de ces rapports repose, en fait, sur la présentation de l’information financière sur l’intention de la direction concernant l’utilisation, le transfert ou la disposition d’un actif ou d’un passif. Les auteurs ont donné un sens à la comptabilisation des actifs financiers sur les intentions de la direction de tirer profit de ces actifs et montré ses conséquences.

La notion de comptabilité d’intention traduit deux comportements de l’entreprise (Escaffre, 2016). D’une part, l’intention de la Direction et d’autre part, le changement de cette intention. La décision d’enregistrement d’une opération réalisée ou envisagée par une intention. Le changement de cette intention correspond à un changement de méthode ou de présentation portant sur une opération déjà enregistrée. Selon Escaffre (2016), la principale conséquence de cette analyse suppose que l’entreprise incorpore le temps dans ses décisions comptables, c’est-à-dire sa stratégie. Au-delà du respect du cadre comptable, l’intention est une des représentations de la politique comptable de l’entreprise. Les comptes doivent constituer un outil attractif pour les investisseurs, une preuve affirmée d’une gestion efficace de la direction

et d'un document suffisamment transparent sans pour autant créer un désavantage concurrentiel d'information confidentielle.

Il est donc intéressant pour les sociétés de publier leur perspective de croissance pour mieux attirer les investisseurs.

4- Effets médiateurs de la gouvernance et du Business Model

Ce point est consacré à la discussion du rôle médiateur de la gouvernance dans la relation entre la protection des investisseurs minoritaires et les performances d'une part, et du rôle médiateur du *Business Model* dans la relation entre la gouvernance et les performances.

4-1- Rôle médiateur de la gouvernance dans la relation protection des investisseurs minoritaires et les performances.

Les résultats montrent que la gouvernance joue un rôle de médiation totale entre la protection des investisseurs minoritaires et les performances opérationnelle et boursière des sociétés. En effet, la protection des investisseurs a un effet direct négatif sur les performances opérationnelle et boursière. En conséquence, Leuz et al. (2003) pensent qu'une forte protection limite la capacité des initiés à acquérir des avantages de contrôle privés, ce qui réduit leurs incitations à masquer la performance des entreprises.

Lorsque la protection des investisseurs est forte, l'actionnariat tend à être déconcentré et les grands groupes tendent à perdre le contrôle. En conséquence, ces groupes auront tendance à perdre les avantages du contrôle privé.

En intégrant la gouvernance dans l'analyse, le lien entre les performances et la protection des investisseurs n'est plus significatif et celui entre la protection des investisseurs et la gouvernance est significatif.

La théorie de l'agence considère depuis longtemps la gouvernance d'entreprise comme un facteur important dans le processus de création des valeurs des entreprises et que cette gouvernance est conditionnée par le cadre légal du pays d'origine de la société (Bell et al., 2014; Bris, Brisley, & Cabolis, 2008; Bris & Cabolis, 2008; Burkart et al., 2014; Larrain et al., 2017; Motta & Uchida, 2017). Ces auteurs font valoir plus précisément que les entreprises adoptent généralement les pratiques de gouvernance en cohérence avec le degré de protection des investisseurs dans le pays. Mais certains auteurs ont trouvé une relation directe entre la protection des investisseurs et la performance.

Cheung et al. (2018) montrent que les entreprises des pays présentant des améliorations dans les pratiques de protection des investisseurs manifestent une augmentation subséquente des rendements anormaux.

De plus, selon ces auteurs, les investisseurs internationaux prêtent plus d'attention à leurs droits à l'information et à la protection des investisseurs de l'entreprise. Cette logique se trouvait déjà dans les résultats obtenus par Mclean et al. (2012) qui ont montré que la protection des investisseurs est associée à une plus grande sensibilité de l'investissement à q et à une moindre sensibilité de l'investissement aux flux de trésorerie. La finance joue un rôle dans la cause de ces effets ; en effet, dans les pays où la protection des investisseurs est forte, le financement externe augmente plus fortement avec q , et diminue plus fortement avec les flux de trésorerie. La conclusion à laquelle on peut arriver est que la protection des investisseurs favorise des cours des actions, réduit les contraintes financières et encourage l'investissement efficace.

Certains auteurs ont pensé à un effet modérateur de la protection des investisseurs dans la relation entre la concentration de l'actionnariat et la performance.

Altaf et Shah (2018) utilisent les moindres carrés ordinaires, les effets fixes et les techniques de méthode des moments généralisés en deux étapes (GMM-TWOSTEP) pour arriver aux résultats qui confirment la relation en U inversé entre la concentration de l'actionnariat et la performance de l'entreprise. Ces auteurs soutiennent un effet positif et significatif de la qualité de la protection des investisseurs sur la performance de l'entreprise.

L'idée de médiation de la gouvernance dans la relation entre la protection des investisseurs et la performance peut être bien perçue dans les études de Lepore et al. (2018) qui ont montré que le niveau de protection des actionnaires, dérivé de l'efficacité judiciaire, est pertinent pour la relation entre la structure de la propriété et la performance de l'entreprise, corroborant ainsi la littérature dans le contexte institutionnel pour expliquer ces relations. Les résultats suggèrent le besoin de mécanismes externes plus efficaces de gouvernance d'entreprise pour faciliter l'investissement dans les fonds propres, réduisant ainsi le risque pays perçu par les investisseurs.

La conclusion qui peut être tirée est que la protection des investisseurs affecte les performances des sociétés cotées sur la BRVM, mais par le truchement de la gouvernance d'entreprise.

4-2- Rôle médiateur du Business Model dans la relation entre les pratiques de gouvernance et les performances.

L'un des objectifs de cette thèse est de vérifier si le Business Model de l'entreprise joue un rôle de médiation entre la gouvernance et les performances des sociétés cotées. Les résultats montrent que le Business Model affecte positivement la performance opérationnelle. La gouvernance a un effet positif sur les performances et le Business Model des sociétés assure une médiation partielle dans la relation entre la gouvernance et la performance opérationnelle. Ce rôle de médiation n'est pas observé dans la relation entre la gouvernance et la performance boursière. Pour définir le Business Model, la création de revenu est analysée comme directement dépendante de l'offre de l'entreprise, des ressources qu'elle mobilise et de l'organisation mise en place pour la développer.

Amit et Zott (2007, 2008) ont établi un lien entre le Business Model et la Performance. Les résultats empiriques récents (Visnjic et al., 2016) concernant les effets de l'innovation en Business Model sur la performance indiquent que l'interaction entre l'innovation du Business Model de services et l'innovation du Business. Les auteurs suggèrent que les entreprises doivent regarder au-delà des effets à court terme afin d'atteindre une performance supérieure à long terme.

Les résultats de Pucci et al. (2017) démontrent que l'adoption d'un Business Model (BM) donné est endogène en ce qui concerne les capacités de l'entreprise et que les différentes capacités favorisent l'adoption de BM différentes et que les différentes conceptions BM ont des impacts variables sur la performance de l'entreprise.

Si on se réfère une fois encore à Haslam et al. (2015), il est dit que le Business Model est structuré en fonction de la nature de la relation de l'entreprise avec ses parties prenantes. Ils soutiennent l'idée que les relations avec les parties prenantes ont un impact sur la viabilité financière de la proposition de valeur du Business Model d'une entreprise.

Cependant, les rapports financiers actuels dissimulent les relations entre les entreprises et les parties prenantes ainsi que leur impact sur les états financiers présentés. Une des parties prenantes de l'entreprise est l'ensemble des actionnaires représentés par le conseil d'administration qui élabore les politiques de l'entreprise et la mise en œuvre de ces politiques est fait par les opérationnels à travers les dirigeants. Les administrateurs dans leur relation avec les opérationnels peuvent orienter le Business Model de l'entreprise. Il se justifie alors que le Business Model joue un rôle de médiation entre la gouvernance et la performance.

II- Portée des résultats

Le but est ici de répondre à la question suivante : jusqu'à quel point les résultats de cette recherche peuvent-ils être généralisés à d'autres populations semblables à celle des sociétés cotées sur la BRVM. A priori, la BRVM a des caractéristiques différentes des bourses d'Afrique. La littérature informe que la plupart des marchés boursiers d'Afrique disposent d'un code gouvernance et pour peu qu'on s'intéresse à eux, on se rend compte qu'ils sont des marchés boursiers nationaux.

Une bourse regroupant plusieurs pays d'une même zone monétaire pouvant servir de comparaison avec la BRVM est créée le 27 juin 2003 à Libreville (Gabon) où se trouve son siège ; il s'agit de la Bourse des Valeurs Mobilières de l'Afrique Centrale (BVMAC) et a pour mission de développer l'investissement dans les pays de la Communauté Économique et Monétaire de l'Afrique centrale (CEMAC). A l'état des connaissances, aucune étude portant sur cette thématique n'est encore faite dans cette bourse. En conséquence, la portée de cette recherche va consister à comparer ses résultats à quelques-uns obtenus sur les marchés d'Afrique en général.

Il semble devenir une évidence que chaque marché, sur certains aspects, a sa spécificité. Pour certains cas, la concentration de l'actionnariat joue favorablement pour la performance des sociétés cotées. Cet effet positif et significatif entre la concentration de l'actionnariat et la performance, existe-t-il dans un autre contexte en Afrique ? Il existe une raison de croire que oui. En effet, les résultats d'une étude menée par Ehikioya (2009) sur les sociétés cotées sur *Nigerian Stock Exchange* (NGSE) révèlent un effet positif de la concentration de l'actionnariat sur la performance des sociétés cotées. Pourtant, les résultats empiriques obtenus par Jumanne et Keong (2018) indiquent un effet négatif de la concentration de l'actionnariat sur la performance des sociétés non-financières cotées dans la Communauté d'Afrique de l'Est (CAE) ; CAE est une organisation internationale de six pays de l'Afrique de l'Est, comprenant le Burundi, le Kenya, l'Ouganda, le Rwanda, le Soudan du Sud et la Tanzanie.

Les résultats de cette thèse révèlent que les pratiques d'audit et/ou de transparence sont positivement liées à la performance opérationnelle des sociétés. Cette tendance est confirmée par les études de Ehikioya (2009) sur le cas du Nigéria couvrant la période 1998 à 2002 et de Kyereboah-Coleman (2008) sur les cas du Ghana, d'Afrique du Sud, du Nigeria et du Kenya couvrant la période quinquennale de 1997 à 2001.

Cependant, la tendance qui porte à généraliser l'effet positif de la séparation des fonctions de Directeur Général et de Président du Conseil d'Administration n'est pas confirmée dans cette

thèse. En effet, Kyereboah-Coleman (2008) a examiné l'effet de la gouvernance d'entreprise sur la performance des entreprises en Afrique en utilisant des mesures de performance basées sur le marché et la comptabilité. Des données provenant de 103 entreprises cotées du Ghana, d'Afrique du Sud, du Nigeria et du Kenya couvrant la période quinquennale 1997-2001 ont été utilisées et des analyses ont été effectuées dans le cadre dynamique des données de panel.

Les résultats indiquent que les conseils d'administration indépendants améliorent la valeur de l'entreprise et que le cumul des fonctions de Directeur Général et de Président du Conseil d'Administration a un effet négatif sur le rendement de l'entreprise. Ce même constat est fait par Ehikioya (2009) sur le cas du Nigéria qui était déjà contenu dans les études de Kyereboah-Coleman (2008). La plupart de ces pays disposent d'un code de gouvernance qui permettrait de renforcer la protection des investisseurs minoritaires. L'environnement de la BRVM diffère donc de ceux-ci.

La présence d'investisseurs financiers et institutionnels renforce la performance opérationnelle des sociétés non-financières cotées sur la BRVM. De plus, une protection forte des investisseurs renforce les pratiques de gouvernance tendant à l'indépendance du Conseil d'Administration. Il existe une tendance à reconnaître l'importance des investisseurs institutionnels et le rôle des institutions dans la croissance économique des pays africain. Jumanne et Keong (2018) ont examiné le rôle des institutions dans la relation entre la structure de propriété et la performance des sociétés. Leurs résultats indiquent une relation positive et significative entre le terme d'interaction (propriété étrangère et institution) et la performance des sociétés.

Leurs résultats suggèrent également que les institutions de qualité stimulent la propriété étrangère en vue d'une meilleure performance et de la protection des actionnaires minoritaires. Il existe alors une convergence des résultats en ce qui concerne le rôle de la protection des investisseurs minoritaires dans le renforcement des pratiques de gouvernance. Mais il faudrait l'existence d'un cadre réglementaire qui permet d'évaluer ces pratiques.

Khiari et Lajmi (2018) luttent d'ailleurs pour la mise en place d'un code permettant d'évaluer certaines bonnes pratiques de gouvernance pour les entreprises tunisiennes cotées. Ce code est présenté comme un outil potentiel qui mesure la qualité de certaines caractéristiques de gouvernance d'entreprise, telles que le conseil d'administration et ses comités, la politique de transparence et d'information, la rémunération des administrateurs et la structure de propriété.

Le chapitre 4 a permis de tester les hypothèses de recherche. Les résultats obtenus sont robustes et ont permis d'infirmer certaines hypothèses et confirmer d'autres. La synthèse relative à l'infirmer ou à la confirmation des hypothèses précédemment émises est consignée dans le tableau suivant :

Tableau 41 : Synthèse de l'état des hypothèses émises.

No d'hypothèses	Hypothèses	Résultats
H1a	<i>Les fonctions de Directeur et de président du Conseil d'Administration tendent à être séparées lorsque la protection des investisseurs est forte dans le pays d'origine des sociétés non-financières cotées sur la BRVM</i>	Confirmée
H1b	<i>Dans le contexte des sociétés non-financières cotées sur la BRVM, la concentration de l'actionnariat constitue une réponse à la protection faible des investisseurs</i>	Confirmée
H1c	<i>Les sociétés non-financières cotées sur la BRVM tendent à être plus transparentes lorsque les investisseurs sont mieux protégés</i>	Confirmée
H1d	<i>Les avantages accordés aux administrateurs des sociétés non-financières cotées sur la BRVM s'améliorent et sont publiés avec le niveau d'amélioration de la protection des investisseurs</i>	Confirmée
H1e	<i>Les pratiques liées à l'éthique et RSE sont mises en œuvre dans les sociétés non-financières cotées à BRVM lorsque la protection des investisseurs s'améliore</i>	Confirmée
H2a	<i>La séparation des fonctions de Directeur et de Président du conseil d'administration affecte négativement les performances opérationnelle et boursière des sociétés non-financières cotées sur la BRVM</i>	Confirmée pour ROA Confirmée pour Q de Tobin
H2b	<i>Les sociétés non-financières cotées sur la BRVM sont plus performantes lorsqu'elles disposent à la fois d'un comité directoire organisé et d'un conseil d'administration.</i>	Infirmer pour ROA Confirmée pour Q de Tobin
H2c	<i>L'augmentation de la taille du conseil d'administration dans les sociétés non-financières cotées sur la BRVM précède l'amélioration de leurs performances</i>	Infirmer pour ROA Infirmer pour Q de Tobin
H2d	<i>La présence d'investisseurs financiers et institutionnels dans le capital des sociétés non-financières cotées sur la BRVM a un effet positif sur leurs performances boursière et opérationnelle</i>	Confirmée pour ROA Infirmer pour Q de Tobin
H2e	<i>La concentration de l'actionnariat influence positivement la performance opérationnelle et la performance boursière des sociétés non-financières cotées sur la BRVM</i>	Confirmée pour ROA Confirmée pour Q de Tobin
H2f	<i>La présence d'investisseurs financiers et institutionnels modère négativement l'effet de la concentration de l'actionnariat sur les performances opérationnelle et boursière des sociétés non financière cotées sur la BRVM</i>	Confirmée pour ROA Confirmée pour Q de Tobin
H2g	<i>Plus les sociétés non-financières cotées sur la BRVM respectent les normes de gouvernance liées à la transparence, plus leurs performances opérationnelle et boursière augmentent</i>	Confirmée pour ROA Infirmer pour Q de Tobin
H2h	<i>La publication des avantages accordés aux administrateurs sert de signal pour le public et permet de renforcer les performances opérationnelle et boursière des sociétés non-financières cotées ;</i>	Confirmée pour ROA Infirmer pour Q de Tobin
H2i	<i>Les pratiques éthiques et RSE ont un effet dynamique positif sur les performances des sociétés non-financières cotées sur la BRVM</i>	Infirmer pour ROA
H3	<i>Le Business Model des sociétés affecte positivement leurs performances</i>	Confirmée pour ROA Infirmer pour Q de Tobin

<i>H3a</i>	<i>Plus le Business Model de la société est orienté innovation, plus elle est performante</i>	Confirmée pour ROA Confirmée pour Q de Tobin
<i>H3b</i>	<i>Le Business Model orienté Lock-In affecte positivement la performance de la société</i>	Infirmée pour ROA Infirmée pour Q de Tobin
<i>H3c</i>	<i>Le Business Model orienté complémentarité output affecte positivement la performance de la société</i>	Confirmée pour ROA Confirmée pour Q de Tobin
<i>H3d</i>	<i>Plus le design du Business Model de la société est efficient, plus elle est performante</i>	Infirmée pour ROA Infirmée pour Q de Tobin
<i>H3e:</i>	<i>Plus le design du Business Model est orienté vers la publication des perspectives de croissance (comptabilité d'intention), plus la société est performante.</i>	Confirmée pour ROA Confirmée pour Q de Tobin
<i>H4a</i>	<i>Une protection forte des investisseurs a un effet positif sur les performances opérationnelle et boursière des sociétés non-financières cotées sur la BRVM ;</i>	Infirmée pour ROA Infirmée pour Q de Tobin
<i>H4b</i>	<i>Les pratiques de gouvernance globales jouent un rôle médiateur dans le lien entre la protection des investisseurs et les performances des sociétés non-financières cotées sur la BRVM ;</i>	Confirmée pour ROA Confirmée pour Q de Tobin
<i>H5a</i>	<i>L'indice de gouvernance global des sociétés non-financières cotées sur la BRVM affecte positivement leurs performances opérationnelle et boursière ;</i>	Confirmée pour ROA Confirmée pour Q de Tobin
<i>H5b</i>	<i>Le Business Model médiatise le lien entre les pratiques de gouvernance et les performances opérationnelle et boursière des sociétés non-financières cotées sur la BRVM.</i>	Confirmée pour ROA Infirmée pour Q de Tobin

Au terme du chapitre 4, il peut être retenu que les pratiques de gouvernance adoptées par les sociétés sont dépendantes de la protection des investisseurs et, la concentration de l'actionnariat constitue une réponse à une faible protection des investisseurs. Les résultats indiquent aussi un effet négatif et significatif de la séparation des fonctions de Directeur et de Président du Conseil d'Administration sur les performances et confirment ainsi la théorie *stewardship*. L'adoption d'une forme bicamérale de conseil d'administration affecte négativement la performance opérationnelle et positivement la performance boursière. La concentration de l'actionnariat a un effet positif sur les performances opérationnelle et boursière. La présence d'investisseurs financiers et institutionnels affecte positivement la performance opérationnelle de ces sociétés et modère négativement la relation positive entre la concentration de l'actionnariat et leurs performances opérationnelle et boursière. Plus ces sociétés tendent à être transparentes, plus leur performance opérationnelle augmente. Les résultats postulent également que l'indice global de gouvernance assure un rôle de médiation totale entre la protection des investisseurs et les performances. Le Business Model (innovation, complémentarité output et comptabilité d'intention) des sociétés affecte positivement les performances et joue un rôle de médiation partielle entre les pratiques globales de gouvernance et la performance opérationnelle. Q de Tobin ne serait pas la meilleure mesure du choix des investisseurs à la lecture du Business Model publié par les sociétés. Cette thèse plaide à la non-généralisation de toutes les pratiques de gouvernance à tous les marchés boursiers en Afrique comme certaines études tendent à le faire.

Au terme de la deuxième partie de cette thèse, il peut être retenu que la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières est dominée, dans le compartiment destiné aux sociétés de la BRVM composite, par des sociétés sous le contrôle de grands groupes étrangers. Les sociétés non-financières qui y sont cotées sont caractérisées par un actionnariat concentré avec un taux moyen de 65 % de la part du capital détenu par les groupes de contrôle. Ces sociétés présentent des caractéristiques toutes particulières et sont cotées sur un marché particulier.

Pour mesurer les effets des facteurs institutionnels et du Business Model de ces sociétés sur les performances opérationnelle et boursière, une approche méthodologique a été adoptée de manière générale. Cette approche a permis de recourir aux modèles de régression dynamiques qui seraient plus appropriés lorsqu'il s'agit des données de la gouvernance d'entreprise et de façon générale des données de la finance d'entreprise (Dang et al., 2015).

De manière globale, les résultats montrent que les conclusions obtenues dans le cadre d'autres marchés ne sont pas généralisables au marché de la BRVM. Une partie des résultats confirme la théorie *stewardship* et de l'enracinement bénéfique.

CONCLUSION GENERALE

L'objectif de cette thèse était de déterminer les effets des facteurs institutionnels et du Business Model des sociétés non-financières cotées sur la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières sur leurs performances. Autrement dit, il s'agissait de déterminer les effets de la protection des investisseurs au niveau du pays d'origine de chaque société (Côte d'Ivoire et Sénégal), des pratiques de gouvernances et du *Business Model* des sociétés en question sur leurs performances opérationnelle (rentabilité des actifs investis) et boursière (Q de Tobin).

En effet, les notions de marché et de relations marchandes ne suffisent pas pour rendre compte des propriétés d'un système économique. Il faut y associer les systèmes de coordination qui sont aussi d'une importance capitale. L'entreprise doit être alors considérée comme un système d'apprentissage et qui évolue dans le temps (Brousseau, 1999).

Depuis la rupture de paradigme introduite par l'article de Jensen & Meckling (1976), qui fait apparaître la finance organisationnelle, en passant par l'élargissement du champ de la finance avec la mise en évidence des interactions entre la finance au sens strict qui s'intéresse au financement, la gouvernance (définie comme la structure de contrôle des principaux dirigeants) et l'architecture organisationnelle (au sens des systèmes d'allocation des décisions, de mesure de la performance et d'évaluation) (Jensen, 1993), la finance se tourne vers les autres champs des sciences de gestion qui ont été davantage influencés par l'économie néo-institutionnelle et l'économie évolutionniste ou la sociologie.

En conséquence, plusieurs études ont été entreprises en finance dans des champs qui lui sont étrangers comme le conseil d'administration, les modes de rémunération des dirigeants, l'incidence des systèmes institutionnels, notamment les systèmes légaux, les pratiques RSE, etc. (Charreaux, 2002; Klapper & Love, 2004; Zingales, 2000). C'est donc à juste titre et dans cette logique que cette thèse s'intéresse à l'articulation protection des investisseurs-pratiques de gouvernance-performances, en associant un élément des relations marchandes qu'est le Business Model.

Pour atteindre l'objectif que vise cette thèse, les données relatives à la protection des investisseurs dans le pays d'origine de chaque société non-financière cotée sur la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières ont été extraites de la base de données de la banque mondiale. Les données relatives aux pratiques de gouvernance, captées par l'indice de gouvernance de Black et al. (2006) adapté au contexte et d'autres sous-variables telle que la taille du conseil d'administration, l'indice de concentration de l'actionnariat et la présence d'investisseurs

institutionnels) dans son sens élargi, et le Business Model sont obtenus par méthode des traceurs à travers l'interprétation des rapports publiés par les sociétés concernées.

Les données liées aux performances ont été extraites de la base de données financières de la BRVM. Les données qualitatives obtenues par la méthode des traceurs ont été combinées aux données quantitatives dans une approche mixte parallèle convergente au sens de Creswell (2013). Ces données ont été analysées par des modèles dynamiques. A la suite de cette démarche méthodologique, les résultats de plusieurs ordres sont obtenus.

1- Synthèse de résultats

Une partie des résultats montre que la protection des investisseurs détermine les pratiques de gouvernance adoptées par les sociétés non-financières cotées sur la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières. Les pratiques de gouvernance considérées à ce niveau sont les indices de gouvernance de Black et al. (2006) qui sont réparties en cinq (5) grands niveaux. Il s'agit dans un premier niveau de la structure, la composition et le fonctionnement du conseil d'administration. Les aspects pris en compte par ce premier niveau sont : le respect des normes en termes de taille du conseil d'administration, la séparation des fonctions de Directeur et de Président du Conseil d'Administration, l'absence du Directeur parmi les membres du conseil d'administration et la forme bicamérale du conseil d'administration.

Le deuxième niveau traite avec la structure de propriété et considère prioritairement la présence d'un actionnaire de contrôle. Le troisième et les quatrième niveaux traitent respectivement de la transparence financière (états financiers et audit) et de la transparence de la gouvernance (essentiellement la publication des avantages accordés aux administrateurs). Le cinquième niveau renseigne sur les pratiques éthiques et RSE des sociétés concernées.

Un lien positif est établi entre la protection des investisseurs et les différents niveaux d'indice de gouvernance à l'exception de l'indice renseignant sur la présence d'actionnaire de contrôle. En effet, les sociétés non-financières tendent à avoir un conseil d'administration indépendant, une finance et une gouvernance transparente et à adopter des pratiques éthique et RSE lorsque la protection des investisseurs tend à s'améliorer. La concentration de l'actionnariat est une réponse à une protection faible des investisseurs.

Par rapport aux liens qu'on peut établir entre les pratiques de gouvernance et les performances, les analyses ont été conduites en se basant sur des aspects particuliers des pratiques de gouvernance. Ceci a conduit à prendre en compte, de manière détaillée, certains aspects de l'indice de gouvernance (Séparation des fonctions de DG et PCA, la forme bicamérale du

conseil d'administration) de premier niveau en y ajoutant la taille du conseil d'administration (nombre d'administrateurs). Les résultats montrent que la séparation des fonctions de Directeur Général et de Président du Conseil d'Administration affecte négativement les performances opérationnelle et boursière des sociétés non-financières cotées sur la BRVM.

La dualité (cumul des fonctions de Directeur Général et de président du Conseil d'Administration) renforcerait les performances des sociétés. L'adoption d'une forme bicamérale de conseil d'administration affecte négativement la performance opérationnelle puis positivement la performance boursière.

L'adoption, à la fois, d'un conseil d'administration et d'un comité directoire au sein des sociétés non-financières cotées sur la BRVM engendrerait de conflit au niveau du commandement qui ne favoriserait pas la performance opérationnelle, mais cela constituerait un signal d'une bonne gouvernance qui joue favorablement pour la performance boursière. La taille du conseil d'administration n'a aucun effet sur les performances des sociétés concernées.

Pour mesurer l'effet de la structure de propriété sur les performances, deux pratiques ont été mises en exergue. Dans un premier temps, les résultats montrent que la présence d'investisseurs financiers et institutionnels dans le capital affecte positivement la performance opérationnelle des sociétés non-financières. Cependant, aucun effet n'est constaté sur la performance boursière des sociétés concernées.

Dans un deuxième temps, la concentration de l'actionnariat (mesurée par l'indice Herfindahl égal à la somme des carrés des % de capital détenus par au plus les quatre principaux actionnaires dont chaque pourcentage de détention dépasse 5 %) affecte positivement les performances opérationnelle et boursière des sociétés non-financières cotées sur la BRVM. Lorsque l'effet modérateur de la présence d'investisseurs financiers et institutionnels a été mis en exergue dans la relation entre la concentration de l'actionnariat et les performances, il ressort que cette variable modère négativement l'effet de la concentration de l'actionnariat sur la performance opérationnelle et sur la performance boursière.

En ce qui concerne l'effet de la transparence sur les performances des sociétés de l'échantillon, les résultats montrent que la transparence financière affecte positivement la performance opérationnelle et n'a aucun effet sur la performance boursière des sociétés concernées. La publication des avantages accordés aux administrateurs affecte positivement la performance opérationnelle, mais n'a aucun effet sur la performance boursière. Les pratiques éthiques et RSE n'ont d'effet ni sur la performance opérationnelle ni sur la performance boursière.

Dans l'analyse du processus par lequel la protection des investisseurs affecte les performances des sociétés non-financières cotées, il a été déterminé l'effet de la protection des investisseurs sur les performances. Paradoxalement, les résultats montrent que si la protection des investisseurs est forte, les performances se dégradent (Effet direct).

Lorsque le Business Model est orienté innovation ou complémentarité ou comptabilité d'intention, il est un inducteur de performance pour les sociétés non-financières cotées sur la BRVM.

En présence de l'indice de gouvernance global, le lien direct entre la protection des investisseurs et les performances n'est plus significatif. Ainsi, les pratiques de gouvernance jouent un rôle de médiation totale dans la relation entre la protection des investisseurs et les performances opérationnelle et boursière.

De même, le Business Model affecte positivement la performance opérationnelle. Cependant, il n'a aucun effet sur la performance boursière. Le Business Model assure un rôle médiateur dans la relation entre les pratiques de gouvernance globales et la performance opérationnelle.

2- Contributions de la thèse

Les contributions de cette thèse sont nombreuses et d'une grande importance. D'une manière globale, cette thèse montre que les résultats des études sur la gouvernance des sociétés cotées en Afrique ne sont pas directement généralisables à tous les marchés boursiers comme certaines études (Kyereboah-Coleman, 2008; Okeahalam, 2004) tendent à le faire. Les résultats ont montré que les pratiques de gouvernance représentent une réponse au niveau de protection des investisseurs dans le pays d'origine de la société cotée.

De plus, la concentration de l'actionnariat répond à une faible protection des investisseurs comme c'est le cas dans plusieurs études à l'exception de la Chine. Mais la protection forte des investisseurs ne garantit pas directement les performances des sociétés non-financières cotées sur la BRVM. De même, la séparation des fonctions de Directeur Général et de Président du Conseil d'administration ne favorise pas la performance des sociétés considérées. Cependant, Kyereboah-Coleman (2008) recommandait déjà ce modèle aux entreprises africaines cotées après avoir mené une étude sur les entreprises cotées au Ghana, en Afrique du Sud, au Nigéria et au Kenya. On peut également retenir que la forme bicamérale du conseil d'administration n'est pas recommandable dans le contexte des sociétés concernées.

Lorsque l'actionnariat est concentré dans les mains d'un grand groupe étranger, la présence d'investisseurs institutionnels tend à réduire l'effet de la concentration de l'actionnariat sur les

performances opérationnelle et boursière. L'effet de la protection des investisseurs se transmet sur les performances par le truchement des pratiques de gouvernances.

En effet, selon la littérature, trois hypothèses ou groupes d'hypothèses prévalent en ce qui concerne la présence d'investisseurs institutionnels et financiers. Il s'agit de l'hypothèse du contrôle efficace qui associe la présence des investisseurs institutionnels à une amélioration de la performance des sociétés, les hypothèses de conflits d'intérêts et d'alignement stratégique soutenant un affaiblissement de la performance des sociétés par suite de la présence des institutionnels et l'hypothèse neutre.

Une contribution de cette thèse est d'avoir montré que la collaboration des investisseurs institutionnels avec les groupes de contrôle suit les hypothèses de conflits d'intérêts et d'alignement stratégique. Dans une hypothèse de la théorie d'enracinement où la concentration de l'actionnariat affecte positivement les performances, la présence d'investisseurs financiers et institutionnels minoritaire affecte positivement la performance opérationnelle. Cette présence d'investisseurs financiers et institutionnels modère négativement l'effet de la concentration de l'actionnariat sur les performances.

Les pratiques de gouvernances influencent, à la fois, directement les performances opérationnelle et boursière et indirectement par le biais du Business Model la performance opérationnelle uniquement. Cette thèse contribue à valider la mesure du Business Model par le NICEC Design et complète ainsi le « design theme » de Zott et Amit (2010) en y ajoutant la comptabilité d'intention pour établir une mesure du Business Model.

3- Implications managériales

De cette thèse ressortent des résultats qui intéresseraient les acteurs de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières et particulièrement le Conseil Régional de l'Epargne Publique et des Marchés Financiers (CREPMF). Ici, il est émis des idées sur quelques orientations qui peuvent servir dans la mise en œuvre ou pour l'édiction d'une réglementation spécifique au marché boursier régional, déterminant notamment les pratiques de gouvernance, les conditions d'accès au marché et les règles de transparence et de publicité (Code de gouvernance).

3-1- Les pratiques de gouvernance

Au cours des dernières années, la réforme de la gouvernance d'entreprise dans le monde s'est intensifiée. Sur le continent africain, comme l'a fait remarquer Rossouw (2005), ce phénomène est évident dans le nombre de rapports nationaux sur la gouvernance d'entreprise qui ont été

produits. Les exemples du Ghana (*Manual on Corporate Governance in Ghana*, 2000), du Kenya (Private Sector Corporate Governance Trust [PSCGT], 1999), de Malawi (Corporate Governance Task Force, 2001), de like Maurice (*Report on Corporate Governance for Mauritius*, 2003), du Nigeria (*Code of Corporate Governance in Nigeria*, 2003), de l'Afrique du sud (IoD of South Africa, 1994, 2002), de la Tanzanie (Steering Committee on Corporate Governance in Tanzania, 2000), d'Uganda (*Manual on Corporate Governance and Codes of Conduct*, n.d.), du Zimbabwe (*Principles for Corporate Governance in Zimbabwe*), et de la Zambia (IoD of Zambia, 2000) peuvent être cités.

Même si on peut remarquer des essais, comme c'est le cas au Sénégal avec l'Institut Sénégalaise des administrateurs (Code de Gouvernance des entreprises du Sénégal), les pays de l'UEMOA, partageant un même marché boursier et une même réglementation en matière du droit des affaires, il est certain le droit OHADA ne peut pas remplacer le code de gouvernance dont la mise en place reste une opportunité à saisir par les autorités.

Les sociétés cotées sur la BRVM ont besoin d'avoir un code de bonne gouvernance permettant de mieux encadrer leurs pratiques de gouvernance qui complètent les prescriptions du droit OHADA. Certains de ces compléments permettront aux sociétés d'adopter des systèmes et pratiques qui s'adaptent à leurs réalités respectives.

Fondamentalement, en ce qui concerne, la structure, la composition et le fonctionnement du conseil d'administration, les résultats de cette thèse orientent les décideurs à ne pas s'aligner sur la tendance qui consiste à faire de la séparation des fonctions de Directeur Général et de Président du Conseil d'Administration une obligation lorsqu'ils décideront d'adopter un code de gouvernance des entreprises. De plus, la forme bicamérale du conseil d'administration n'est pas aussi indiquée dans ce contexte de forte concentration de l'actionnariat.

Par rapport à la taille du conseil d'administration, elle n'a aucun effet sur les performances des sociétés ; il est donc souhaitable de laisser la variation des ressources déterminer le nombre d'administrateurs tout en restant dans les limites fixées par le droit OHADA (entre 3 et 12 membres). Un modèle inclusif de code de gouvernance paraît alors bien indiqué pour encadrer les pratiques de gouvernance d'entreprise dans les pays de l'UEMOA.

Le modèle inclusif de gouvernement d'entreprise a été introduit pour la première fois sur le continent africain en 1994 dans le premier King Report on Corporate Governance en Afrique du Sud (IoD of South Africa, 1994) et a été intégré dans le deuxième et le troisième King Report on Corporate Governance (IoD of South Africa, 2009). Le ton et l'exemple donnés dans le premier et le deuxième rapports King ont trouvé un soutien fort et souvent explicite dans les autres codes nationaux produits en Afrique. Dans ces codes nationaux, diverses motivations

sont proposées pour adopter une approche inclusive. La principale motivation est liée à l'adoption des pratiques qui garantissent la durabilité des entreprises.

En ce qui concerne la structure de propriété des sociétés non-financières cotées sur la BRVM, les résultats encouragent la présence d'investisseurs institutionnels et financiers dans leur capital ; tout de moins, se référant à la relation positive et significative entre la présence de ces derniers et la performance opérationnelle. Trois hypothèses se font valoir lorsqu'on s'intéresse à la présence des investisseurs institutionnels et financiers dans le capital des sociétés non-financières. Il s'agit, dans un premier temps, de l'hypothèse du contrôle efficace qui associe la présence des investisseurs institutionnels à une amélioration de la performance des sociétés (Cornett et al., 2008; McConnell & Servaes, 1990). Ces acteurs interviendraient, dans ce cas, pour réduire les conflits d'intérêts entre les équipes dirigeantes et les autres actionnaires et les hypothèses de conflits d'intérêts et d'alignement stratégique soutenant un affaiblissement de la performance des firmes suite à la présence des institutionnels (Pound, 1988). A ces deux, s'ajoute l'hypothèse neutre. Cette question mérite un approfondissement par les entretiens avec les acteurs du système.

Néanmoins, il serait bien indiqué que les autorités mettent en place un cadre réglementaire qui permet d'éviter des situations de conflit entre les grands groupes majoritaires et les investisseurs financiers et institutionnels afin de mettre au service des performances des sociétés l'effet de synergie que devrait engendrer la collaboration des deux acteurs. Etant donné que les différentes formes de transparences affectent positivement la performance opérationnelle des sociétés non-financières cotées sur la BRVM, les autorités du marché devront créer un format de présentation d'information à la fois sur les aspects liés aux états financiers que sur ceux liés à la gouvernance d'entreprise en y intégrant les variables du Business Model.

Comme l'ont constaté Berglöf et Pajuste (2005) dans le contexte européen, les sociétés ne divulguent pas, dans le cas de la BRVM également, tous les éléments les plus fondamentaux. Par exemple, ce sont quelques rares sociétés qui ont indiqué la biographie des administrateurs dans leurs rapports ; une seule société a indiqué avoir un comité d'audit avec des membres bien listés, les rapports des autres ne permettent pas de justifier si elles en disposent ou non ; les montants payés aux auditeurs externes ne sont pas souvent mentionnés ; les avantages accordés aux administrateurs sont mentionnés dans les rapports dans de rares cas. Il faut parfois aller sur le site de la BRVM avant d'obtenir la structure de l'actionnariat de certaines sociétés ; aucune société n'a mentionné sa politique de rémunération des administrateurs dans les rapports ; etc. Les pratiques éthiques et RSE devant faire l'objet d'obligations aux sociétés non-financières cotées sur la BRVM dans un éventuel code de gouvernance devront être celles favorisant

l'équité dans le traitement des employés et celles garantissant un environnement durable. Les pratiques éthiques et RSE n'affectent pas les performances des sociétés dans le cadre de cette recherche.

Le modèle inclusif de gouvernance d'entreprise opéré dans tous les codes nationaux de gouvernance d'entreprise en Afrique (sauf au Nigeria) impose au conseil d'administration non seulement de rendre des comptes à leurs actionnaires, mais aussi de rendre des comptes à leurs autres parties prenantes. Cette réalité se reflète très clairement dans l'éventail des parties prenantes identifiées dans les différents rapports. Outre la relation évidente et conventionnelle avec les actionnaires, un éventail d'autres parties prenantes est également identifié. Ceux-ci comprennent les parties prenantes contractuelles telles que les employés, clients, fournisseurs, banquiers et créanciers, et les parties prenantes non contractuelles telles que les médias, les groupes d'intérêt, les communautés locales, la société civile, les organismes professionnels, l'Etat et le gouvernement. Il est cependant évident que certaines parties prenantes, outre les actionnaires, jouissent d'une notoriété distincte.

3-2- Le Business Model des Sociétés non-financières cotées à la BRVM

Le *Business Model* d'abord est un concept multidimensionnel embrassant les éléments critiques de la logique de création de valeur, de livraison de valeur et de capture de valeur ainsi que les façons dont celles-ci sont organisées dans un réseau de parties prenantes. C'est la manière dont l'entreprise crée de la richesse. Les implications managériales sont destinées à deux types d'acteurs. Les premiers sont les sociétés elles-mêmes et les seconds sont les autorités du marché.

Les résultats montrent que les sous-variables du *Business Model* des sociétés affectent globalement positivement leurs performances. Ces sociétés, dans le cadre de leur management doivent œuvrer à l'établissement de la comptabilité d'intention, veiller à ce que leurs produits, ou activités soient complémentaires (Ex. La possibilité d'acheter de Mo pour internet à partir de son compte mobile money), innover et développer un système réseau de type lock-in (Ex. : L'implication des distributeurs et propriétaires boutique mobile money dans les réseaux de distribution pour les maintenir sur le long terme) et à l'efficacité productive (réduction des coûts).

Compte tenu de l'importance, sans cesse grandissante du Business Model des entreprises et de son effet positif sur la performance opérationnelle, il est recommandable que son évolution soit bien suivie par les sociétés et les acteurs du marché boursier. En effet, le terme Business Model

aurait commencé à être utilisé par les régulateurs influents des rapports financiers, les associations de préparateurs de rapports annuels et les sociétés de conseil.

A titre d'exemple, le terme *Business Model* serait apparu à deux reprises dans *International Accounting Standards Board* (IASB) sur les commentaires de gestion publiés en automne 2005 en association avec une description de la nature de l'activité. La prise de mesure par le CREPMF pour amener les sociétés à divulguer leur Business Model pourrait être une solution permettant d'amener ces dernières à accorder plus d'attention à l'évolution de leur Business Model et mieux informer les investisseurs. En effet, *Accounting Standards Board* (ASB) a déclaré que les Business Models ne peuvent pas être véhiculés uniquement par les chiffres. Par conséquent, la partie narrative du rapport devrait être utilisée pour décrire comment l'entreprise procède pour créer de la richesse (ASB, 2009, p.10).

En 2010, *Financial Reporting Council* (FRC) a mis en place, dans *UK Corporate Governance Code*, une obligation d'inclure une explication des modèles économiques dans les rapports annuels (FRC, 2010). Cette exigence est aujourd'hui obligatoire pour les sociétés cotées en vertu des règles de la Bourse du Royaume-Uni. « *Les administrateurs devraient inclure dans le rapport annuel une explication de la base sur laquelle l'entreprise génère ou préserve la valeur à long terme (Business Model) et la stratégie pour atteindre les objectifs de la société* » (FRC, 2010, C.1.2). Comme dans le cas de FRC (2014, p10), le Business Model des sociétés non-financières cotées sur la BRVM pourrait permettre de :

- (a) donner un aperçu du modèle d'affaires de l'entité et sa stratégie et ses objectifs principaux ;
- (b) décrire les principaux risques auxquels l'entité fait face et comment ils pourraient affecter ses perspectives d'avenir ;
- (c) fournir une analyse des performances passées de l'entité

Le cadre suivant pourrait servir pour permettre aux sociétés cotées sur la BRVM de présenter de façon synthétique comment elles génèrent de l'argent.

Tableau 42 : Cadres de divulgation du Business Model

Business Model	Description du contenu à donner
Elément du Business Model	- Les ressources utilisées - Les différentes activités de la société - Les produits ou services - Le revenu
Les renseignements obligatoires à fournir	- Quel est le Business Model de l'organisation ? • Que fait la société et pourquoi le fit-elle ? • Qu'est ce qui la différencie de ses concurrents • Qu'est-ce qu'il y a ? Qu'est-ce qui est fait ? Qu'est-ce qui est créé ? Il s'agit de : La structure de l'entité, Les marchés sur lesquels l'entité opère, La manière dont l'entité s'engage avec ces marchés, notamment : la partie de la chaîne de valeur dans laquelle elle opère, ses principaux produits, services, clients, ses méthodes de distribution, Le processus métier
NICEC Design	Les innovations apportées Les produits et/ou services complémentaires Les intervenants dans les chaînes de production et de distribution Les stratégies de réduction des coûts Les perspectives de croissance.
Autres informations	La description de BM devrait permettre aux actionnaires de bien comprendre la nature des relations, des ressources et des autres intrants nécessaires à la réussite de l'entreprise.

Source : Adapté de Michalak et al. (2017)

Ces informations vont être contenues dans un rapport annuel qui pourrait avoir la structure suivante :

1. Vue d'ensemble de l'organisation et environnement externe
2. Gouvernance
3. Business Model
4. Risques et opportunités
5. Stratégie et allocation des ressources
6. Performance
7. Outlook
8. Base de présentation

Le rapport stratégique (en tant qu'élément du rapport annuel des sociétés), le rapport sur le capital intellectuel et les cadres de rapport intégrés présentent des similitudes et des caractéristiques uniques en ce qui concerne la divulgation des *Business Models*. Il peut également aider les parties prenantes dans l'évaluation de la durabilité des *Business Models* et de l'ensemble de l'entreprise.

3-3- La protection des investisseurs

Depuis un moment, l'UEMOA est mieux classée dans l'indice Doing Business que lors des évaluations précédentes, la moitié de ses pays membres ayant progressé de au moins dix places en 2015, 2016 et 2017. Cela dit, tous les pays de l'UEMOA accusent un retard par rapport aux groupes de référence africain et asiatique. Les gouvernants devront continuer à l'amélioration du climat des affaires en général et de la protection des investisseurs minoritaires en particulier. Le modèle de la Chine pourrait servir les Etats.

4- Limites et pistes de recherches futures

En dépit des précautions qui sont prises dans cette thèse du point de vue méthodologique, pour que les règles du jeu de contestation qu'est la recherche scientifique soient transmissibles, elle comporte des limites qui méritent d'être soulevées. Les règles admises et intériorisées comme normes par la communauté scientifique à un moment donné de son histoire connaissent de limites. Chaque méthode a ses limites et en choisir une implique de les assumer, c'est-à-dire se protéger et pour la validité des résultats (Van der Maren, 1996).

La première limite de cette thèse est relative à la taille de l'échantillon de l'étude vis-à-vis des estimateurs utilisés. Il est vrai que plusieurs chercheurs (Everaert & Pozzi, 2007; Jumanne & Keong, 2018; Toe et al. 2017; Ullah et al., 2018) ont utilisé les même avec les échantillons de taille similaire, mais Kiviet et al. (2017), au sujet des méthodes GMM, rapportent aux praticiens que :

- (a) lorsque le rapport bruit-effet est important, la performance de toutes les inférences GMM se dégrade ;
- (b) la même chose se produit en présence d'un estimateur endogène authentique (ou traité de façon dirigée) ;
- (c) dans de nombreux cas, les tests de restriction de coefficients montrent des problèmes sérieux de taille qui peuvent généralement être atténués par une correction de Windmeijer, bien que pour une grande ou une simultanéité, une sur-rejection sérieuse subsiste à moins que N soit très supérieur à 200 ;
- (d) l'efficacité limitée de la correction de Windmeijer est due au fait que le biais positif ou négatif dans les estimations de coefficients est souvent plus important que le biais négatif dans l'estimation de la variance ;
- (e) limiter, dans une certaine mesure, le nombre d'instruments réduit habituellement le biais et améliore donc les propriétés de taille des tests de coefficients, mais au coût potentiel de la perte de puissance, car l'efficacité en souffre généralement ;

- (f) dans le cas d'un estimateur autorégressif strictement exogène, il est noté qu'il est préférable de ne pas l'instrumenter seul, mais aussi par certains de ses retards, car cela améliore l'inférence, en particulier en ce qui concerne le coefficient de la variable dépendante retardée ;
- (g) pour atténuer les problèmes de taille de l'ensemble des tests de sur-identification de Sargan-Hansen, l'ensemble des instruments devrait être réduit, éventuellement en s'effondrant ; sous hétéroscédasticité conditionnelle, il devrait être utilisé la forme quadratique dans les résidus à deux étapes (two-step), éventuellement en combinaison avec une matrice de pondération basée sur des résidus à une étape, bien que parfois, la matrice de pondération à deux étapes semble préférable ;
- (h) l'effondrement réduit également les problèmes de taille du test de stationnarité à effet Sargan-Hansen incrémental ;
- (i) sauf en simultanéité, l'estimateur GMM qui exploite des instruments non valides sous l'effet non-stationnaire (BB) peut néanmoins être plus performant que l'estimateur s'abstenant de ces instruments (AB) ;
- (j) la probabilité de rejet du test incrémental de Sargan-Hansen pour la stationnarité des effets est telle qu'elle tend à orienter le chercheur vers l'application de l'estimateur le plus précis, même si cela est incohérent ;
- (k) L'estimation de $\hat{\theta}_\epsilon$ est généralement assez précise, ce qui n'est certainement pas toujours le cas pour $\hat{\theta}_\eta$ bien que la qualité s'améliore pour un N et un T plus grand, soit mieux pour BB que pour AB et profite généralement de l'effondrement.

Pour éviter des résultats erronés, des tests post-estimation ont été faits.

La présente thèse n'a pas une portée très générale sur l'Afrique puisque chaque marché boursier en Afrique a ses caractéristiques. En outre, les résultats sont par endroits en contradiction avec ceux trouvés par les études portant sur les sociétés non-financières cotées sur les marchés boursiers africains précédemment mentionnées dans la portée de l'étude. Une autre source de limite de cette thèse est l'ensemble des limites généralement reconnues aux données des rapports Doing Business qui ont permis de capter le variables «protection des investisseurs minoritaires», (Du Marais et al., 2006).

Les données liées au Business Model et aux indices de gouvernance sont obtenues par l'étude des documents écrits par la méthode des traceurs ou l'interprétation des rapports des sociétés. Cette étude des rapports a nécessité également d'avoir un cadre de référence bien structuré afin de bien sélectionner les repères utiles ainsi que les traceurs pertinents et d'éviter de se perdre dans la masse de repères et d'informations recueillies. Les cas des situations complexes où il y

a de nombreux documents à étudier s'est observé, mais le temps important accordé à la collecte de ces données, la bonne organisation et le fait d'avoir été méthodique dans le traitement des informations ont permis d'obtenir des données qui peuvent être considérées comme fiables.

Au-delà des limites méthodologiques, cette thèse n'a pas pu approfondir certains aspects de la question ou n'a pas pu carrément les prendre en compte. Ces cas représentent à la fois des limites et des pistes pour les recherches futures.

Premièrement, en ce qui concerne la structure, l'organisation et le fonctionnement du conseil d'administration, les résultats de cette thèse montrent que la taille du Conseil d'Administration n'a aucun effet sur les performances des sociétés non-financières cotées. Cette analyse mérite d'être approfondie en prenant en compte un certain nombre de facteurs de contingence. En effet, les résultats de Yeung (2018) révèlent une relation curvilinéaire entre la taille du conseil et la performance de l'entreprise après avoir contrôlé les antécédents culturels des administrateurs. L'auteur démontre que l'effet de la taille du conseil sur le rendement dépend des antécédents culturels des administrateurs des sociétés cotées de Hong Kong. La proportion de directeurs anglo-américains dans un conseil modère négativement cet effet quand le conseil est petit et modère positivement l'effet quand le conseil est grand. L'auteur suggère que la diversité culturelle peut modérer positivement l'effet de la taille des conseils d'administration dont le nombre est important.

De plus, cette thèse n'a pas pu prendre en compte la présence des femmes dans le conseil d'administration comme facteur de gouvernance et l'influence des collusions susceptibles de subvenir entre les administrateurs sur la gouvernance et les performances des sociétés. En effet, depuis quelques années, la place des femmes au sein des conseils d'administration des organisations suscite de plus en plus de réflexions et de recherches (Arnaud, 2016; Bender et al. 2017; Bender et al., 2016; R. A. Dang et al. 2017; R. Dang & Teulon, 2014, 2015; Moulin & Point, 2012) et il paraît important que les recherches futures se penchent sur la question.

La question de collusion (Bourjade et al., 2016) ou de conflit entre les administrateurs mérite d'être abordée au-delà de la relation entre les grands groupes et la présence d'investisseurs dont cette thèse a abordé dans une perspective d'analyse de la structure de propriété. Dans une perspective d'approfondir la relation entre la structure de propriété et les performances des sociétés, il serait intéressant qu'une recherche future aborde l'effet du pourcentage du capital flottant sur le capital gain afin de voir dans quelle mesure les motivations à s'introduire en bourse ainsi que les conséquences sur la performance peuvent conditionner le choix du taux de flottant et du prix offert à l'introduction impliquant une décote. Poincelot et Poincelot (2017), suggèrent d'ailleurs qu'une étude plus approfondie de la structure de l'actionnariat au moment

de l'introduction en bourse soit faite tout en prenant en compte la gestion managériale du flottant. Il serait très intéressant qu'une étude qualitative s'intéresse à l'interaction entre investisseurs financiers et institutionnels et l'actionnaire de contrôle afin d'approfondir les résultats obtenus.

Les résultats montrent que la transparence financière et la transparence en termes de gouvernance n'affectent pas la performance boursière. Cette question mérite d'être approfondie au regard de la théorie du signal et de la théorie positive de la comptabilité. La théorie du signal est utile pour décrire le comportement lorsque deux parties (individus ou organisations) ont accès à des informations différentes. Typiquement, une partie, l'expéditeur, doit choisir, si il le faut, comment communiquer (ou signaler) cette information, et l'autre partie, le destinataire, doit choisir comment interpréter le signal (Connelly et al. 2011; Reuer et al., 2012; Stiglitz, 1985, 2002). Par conséquent, la théorie de la signalisation qui occupe une place prépondérante dans diverses littératures de gestion, notamment la gestion stratégique, pourrait permettre de mieux appréhender la réaction du marché par rapport à la publication des états financiers. Ceci pourra permettre d'approfondir les étude de Ouattara (2017) qui suggère que la BRVM réagit dans un sens inverse à la publication des notes financières.

Enfin, lorsque la protection des investisseurs minoritaires est faible, comme c'est le cas dans les pays de l'UEMOA, les facteurs qui génèrent généralement le besoin de liquidités, tels que les opportunités d'investissement et l'asymétrie d'information, deviennent moins importants. En conséquence, un domaine important de la recherche future serait d'examiner les déterminants de la liquidité des sociétés non-financières et sa relation avec la gouvernance d'entreprise dans un tel contexte.

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Abdallah, A. A.-N., & Ismail, A. K. (2017). Corporate governance practices, ownership structure, and corporate performance in the GCC countries. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 46, 98–115.
- Acemoglu, D., Johnson, S., Robinson, J., & Thaicharoen, Y. (2003). Institutional causes, macroeconomic symptoms: volatility, crises and growth. *Journal of monetary economics*, 50(1), 49–123.
- Afego, P. N. (2015). Market efficiency in developing African stock markets: what do we know? *The Journal of Developing Areas*, 49(1), 243–266.
- Afuah, A. (2004). *Business Models: A strategic management approach*. McGraw-Hill/Irwin.
- Afuah, A., & Tucci, C. L. (2003). *Biznes internetowy-strategie i modele*. Oficyna Ekonomiczna.
- Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., & Matos, P. (2011). Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 100(1), 154–181.
- Aglietta, M., & Brender, A. (1999). La globalisation financière. *L'économie mondiale 2000*, 52–67.
- Aguilera, R. V., & Crespi-Cladera, R. (2016). Global corporate governance: On the relevance of firms' ownership structure. *Journal of World Business*, 51(1), 50–57.
- Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2003). The Cross-National Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants. *Academy of Management Review*, 28(3), 447–465.
- Aguinis, H., Edwards, J. R., & Bradley, K. J. (2017). Improving our understanding of moderation and mediation in strategic management research. *Organizational Research Methods*, 20(4), 665–685.
- Ahmad-Zaluki, N. A., Campbell, K., & Goodacre, A. (2007). The long run share price performance of Malaysian initial public offerings (IPOs). *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(1–2), 78–110.
- Ajina, A., Sougne, D., & Laouiti, M. (2013). Do Board Characteristics affect Information Asymmetry? *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 3(12), 660.
- Akrich, M., Callon, M., & Latour, B. (1988). A quoi tient le succès des innovations? 1: L'art de l'intéressement; 2: Le choix des porte-parole. In *Gérer et comprendre. Annales des mines* (p. 4–17).
- Albarello, L., Bourgeois, E., & Guyot, J.-L. (2007). *Statistique descriptive: Un outil pour les praticiens-chercheurs*. De Boeck Supérieur.
- Albouy, M. (1993). La finance contre l'entreprise? *Revue française de gestion*, (93), 29–38.
- Albouy, M. (2016). 40 ans d'influence en gestion financière et gouvernance des entreprises. *Revue Française de Gestion*, 42(257), 11–31. <https://doi.org/10.3166/rfg.2016.00051>
- Albouy, M., Decante, C., Mauro, A., & Studer, P. (2017). L'impact des actionnaires activistes sur les performances à court, moyen et long terme des entreprises européennes. *Finance Contrôle Stratégie*, (20–1).
- Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1972). Production, information costs, and economic organization. *The American economic review*, 62(5), 777–795.
- Aldrich, H. (1999). *Organizations evolving*. Sage.

- Alfaro, L., Chanda, A., Kalemli-Ozcan, S., & Sayek, S. (2004). FDI and economic growth: the role of local financial markets. *Journal of International Economics*, 64(1), 89–112.
- Ali, O. M. (2003). Rôle des investisseurs institutionnels et performance des entreprises tunisiennes. *La Revue des Sciences de Gestion*, (23), 21–29.
- Allard-Poesi, F., & Maréchal, G. (2014). *Construction de l'objet de la recherche*.
- Allemand, I., Bédard, J., & Brullebaut, B. (2016). Efficacité des lois contraignantes et des lois souples pour promouvoir la diversité de genre dans les conseils d'administration: une comparaison France/Canada. *Finance Contrôle Stratégie*, (19–4).
- Allen, F. (2001). Do financial institutions matter? *The Journal of Finance*, 56(4), 1165–1175.
- Allen, F., & Faulhaber, G. R. (1989). Signalling by underpricing in the IPO market. *Journal of financial Economics*, 23(2), 303–323.
- Almajali, A. Y., Alamro, S. A., & Al-Soub, Y. Z. (2012). Factors affecting the financial performance of Jordanian insurance companies listed at Amman Stock Exchange. *Journal of Management Research*, 4(2), 266.
- Al-Shammari, H. A., Ross O'Brien, W., & Hamed AlBusaidi, Y. (2013). Firm internationalization and IPO firm performance: The moderating effects of firm ownership structure. *International Journal of Commerce and Management*, 23(3), 242–261.
- Altaf, N., & Shah, F. A. (2018). Ownership concentration and firm performance in Indian firms: does investor protection quality matter? *Journal of Indian Business Research*, 10(1), 33–52.
- Amit, R., & Zott, C. (2001). Value creation in e-business. *Strategic management journal*, 22(6–7), 493–520.
- Amit, R., Zott, C., & others. (2010). Business Model innovation: Creating value in times of change.
- Anderson, T. W., & Hsiao, C. (1982). Formulation and estimation of dynamic models using panel data. *Journal of econometrics*, 18(1), 47–82.
- Anderson, D. W., Melanson, S. J., & Maly, J. (2007). The Evolution of Corporate Governance: power redistribution brings boards to life. *Corporate Governance: An International Review*, 15(5), 780–797.
- Andriof, J., Waddock, S., & Rahman, S. S. (2002). *Unfolding stakeholder thinking: theory, responsibility and engagement*. Greenleaf Publishing.
- Ansoff, H. I. (1968). *Corporate strategy: Analytical approach to business policy*. Penguin.
- Anthony, R. N. (1965). *Planning and Control Systems: A Framework for Analysis [by]*. Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University.
- Aoki, M. (1984). *The co-operative game theory of the firm*. Oxford university press.
- Arbogast, G., & Thornton, B. (2012). A global corporate sustainability model. *Journal of Sustainability and Green Business*, 1, 1.
- Archer, M. (1998). Realism and morphogenesis.
- 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.

- Arlotto, J., Sahut, J.-M., & Teulon, F. (2011). Le concept de Business Model au travers de la littérature. *Gestion 2000*, 28(4), 33–47.
- Armstrong, P. (2003). Status report on corporate governance reform in Africa. In *pan Africa consultative forum on corporate governance*.
- Arnaud, G. S. F. (2016). Diversité genre dans le conseil d'administration et performance des entreprises: une étude à partir des expériences camerounaises [Gender diversity in the board of directors and performance of enterprises: a study from Cameroonians experiences]. *International Journal of Innovation and Applied Studies*, 15(1), 164.
- Arrow, K. J. (1953). Le rôle des valeurs boursières pour la répartition la meilleure des risques. *Colloques Internationaux du Centre National de la Recherche Scientifique*, 11, 41–47.
- ASB. (2009). A Review of Narrative Reporting by UK Listed Companies in 2008/2009. *London, Accounting Standards Board*.
- Aslan, H., & Kumar, P. (2011). Lemons or cherries? Growth opportunities and market temptations in going public and private. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(2), 489–526.
- Atkinson, A. A., Waterhouse, J. H., & Wells, R. B. (1997). A stakeholder approach to strategic performance measurement. *Sloan management review*, 38(3), 25.
- AUDCIF. Acte uniforme relatif au droit comptable et a l'information financière (2017).
- AUSGIE. Acte uniforme révisé relatif au droit des sociétés commerciales et du groupement d'intérêt économique. , (2014).
- Autin, F. (2010). La théorie de l'identité sociale de Tajfel et Turner. *Préjugés & Stéréotypes*.
- Awounou-N'dri, H. (2017). Participation des capital-investisseurs à la gouvernance et performance des entreprises introduites en bourse: une étude empirique du marché français de 1997 à 2013. *Finance Contrôle Stratégie*, (20–2).
- Ayerbe, C., & Missonier, A. (2007). Validité interne et validité externe de l'étude de cas: principes et mise en œuvre pour un renforcement mutuel. *Finance Contrôle Stratégie*, 10(2), 37–62.
- Bachelier, L. (1900). *Théorie de la spéculation*. Gauthier-Villars.
- Baden-Fuller, C., & Morgan, M. S. (2010). Business Models as models. *Long range planning*, 43(2–3), 156–171.
- Bagehot, W. (1866). What a Panic is and How it Might be Mitigated. *The Economist*, 24(1185), 12.
- Bai, J., & Ng, S. (2001). A consistent test for conditional symmetry in time series models. *Journal of Econometrics*, 103(1–2), 225–258.
- Bai, J., & Ng, S. (2004). A PANIC attack on unit roots and cointegration. *Econometrica*, 72(4), 1127–1177.
- Barberis, N., Huang, M., & Santos, T. (2001). Prospect theory and asset prices. *The quarterly journal of economics*, 116(1), 1–53.
- Baret, P. (2006). Chapitre 6. L'évaluation contingente de la Performance Globale des Entreprises: une méthode pour fonder un management socialement responsable? In *Responsabilité sociale de l'entreprise* (p. 135–152). De Boeck Supérieur.

- Barka, H. B., & Marco, L. (2017). Le conseil d'administration: évolution des rôles dans les mutations du capitalisme. *La Revue des Sciences de Gestion*, (1), 39–47.
- Barnard, C. I. (1938). *The functions of the executive*. Cambridge, Harvard University Press.
- Barneto, P., Degos, J.-G., & Ouvrard, S. (2015). Normes financières et modèle économique :: Comment concilier neutralité, comparabilité et pertinence de l'information publiée ? *La Revue des Sciences de Gestion*, 273–274(3), 13.
- Baron, C. (2003). La gouvernance: débats autour d'un concept polysémique. *Droit et société*, (2), 329–349.
- 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.
- Batsch, L. (2002). *Le capitalisme financier*. Paris Dauphine University.
- Battese, G. E., & Coelli, T. J. (1995). A model for technical inefficiency effects in a stochastic frontier production function for panel data. *Empirical economics*, 20(2), 325–332.
- Bauer, M., & Bertin-Mouro, B. (1995). L'accès au sommet des grandes entreprises françaises 1985-1994. *Paris: CNRS Observatoire des Dirigeants and Boyden*.
- Bauer, M., & Bertin-Mouro, B. (1997). *Administrateurs et dirigeants du CAC 40: des logiques sociales d'autocontrôle au coeur du gouvernement d'entreprise*.
- Baumard, P., Donada, C., & Ibert, J. (2003). *La collecte des données et la gestion*. Thiétart, AR Méthodes de recherche en management, Ed.)(Dunod., pp. 224–256). Paris.
- Bauweraerts, J., Colot, O., Dupont, C., Giuliano, R., & Henry, N. (2017). Diversité de genre dans les organes de direction et performance des grandes entreprises belges. *La Revue des Sciences de Gestion*, (1), 49–56.
- Bayala, B. S. A. (2012). Going public and characteristics of newly listed companies: evidence from the Bourse Regionale des Valeurs Mobilières (BRVM). *African Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 1(4), 383–403.
- Bayala, B. S. A., & Bama, P. D. D. (2019). Availability of shares on the West Africa regional stock exchange: scarcity or illusion? *African Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 6(3), 260–278.
- Baysinger, B., & Hoskisson, R. E. (1990). The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy. *Academy of Management Review*, 15(1), 72–87.
- Bazdresch, S., Kahn, R. J., & Whited, T. M. (2018). Estimating and Testing Dynamic Corporate Finance Models. *The Review of Financial Studies*, 31(1), 322–361.
- Beaudoin, R., & St-Pierre, J. (1999). *Financement de l'innovation dans les PME: Une recension récente de la littérature*. Développement économique Canada, Direction générale Planification et orientations stratégiques.
- Becher, D. A., Griffin, T. P., & Nini, G. (2017). Congruence in Governance: Evidence from Creditor Monitoring of Corporate Acquisitions.

- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2003). *Bank concentration and crises*. National Bureau of Economic Research.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2007). Finance, inequality and the poor. *Journal of economic growth*, 12(1), 27–49.
- Behnam, É. (2017). L'influence de la performance financière des sociétés cotées en France sur la lisibilité du rapport de gestion. *Cahier de recherche*, 02.
- Bell, R. G., Filatotchev, I., & Aguilera, R. V. (2014). Corporate Governance and Investors' Perceptions of Foreign IPO Value: An Institutional Perspective. *Academy of Management Journal*, 57(1), 301–320. <https://doi.org/10.5465/amj.2011.0146>
- Bell, R. G., Moore, C. B., & Al-Shammari, H. A. (2008). Country of origin and foreign IPO legitimacy: Understanding the role of geographic scope and insider ownership. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(1), 185–202.
- Belvaux, B. (2005). Internet: un compagnon indispensable à l'acheteur. *Badot O. et Benoun M., Commerce et Distribution: prospective et stratégies*, Ed. Economica, 75–85.
- Ben-Amar, W., & McIlkenny, P. (2015). Board effectiveness and the voluntary disclosure of climate change information. *Business Strategy and the Environment*, 24(8), 704–719.
- Bender, A.-F., Berrebi-Hoffmann, I., & Reigné, P. (2017). La controverse française sur la loi de représentation équilibrée entre les femmes et les hommes dans les conseils d'administration des sociétés (2006-2013).
- Bender, A.-F., Dang, R., & Scotto, M.-J. (2016). Les profils des femmes membres des conseils d'administration en France. *Travail, genre et sociétés*, (1), 67–85.
- Beneish, M. D. (1997). Detecting GAAP violation: Implications for assessing earnings management among firms with extreme financial performance. *Journal of accounting and public policy*, 16(3), 271–309.
- Benkraiem, R., & Miloudi, A. (2014). L'internationalisation des PME affecte-t-elle l'accès au financement bancaire? *Management international/International Management/Gestión Internacional*, 18(2), 70–79.
- Berg, S. V., & Smith, S. K. (1978). CEO and board chairman: A quantitative study of dual vs. unitary board leadership. *Directors and Boards*, 3(1), 34–39.
- Berger, A. N., Leusner, J. H., & Mingo, J. J. (1997). The efficiency of bank branches. *Journal of Monetary Economics*, 40(1), 141–162.
- Berglöf, E., & Pajuste, A. (2005). What do firms disclose and why? Enforcing corporate governance and transparency in Central and Eastern Europe. *Oxford Review of Economic Policy*, 21(2), 178–197.
- Berle, A. (1932). For whom corporate managers are trustees: a note. *Harv. L. Rev.*, 45, 1365.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property* Macmillan. New York.
- Bermejo, V. J., Campa, J. M., & Campos, R. G. (2017). Do foreign stocks substitute for international diversification?

- Bernard, L. (2006). Pas seulement des «lemmings». Les relations entre les organisations et leur environnement dans le néo-institutionnalisme sociologique. *Revue Finance Contrôle Stratégie*, 9(4), 67–86.
- Berthet, V. (2016). Le traitement de l'information pertinente dans la prise de décision stratégique: une approche par la stratégie comportementale.
- Bertrand, F., Disle, C., Besacier, N. G., Périer, S., & Protin, P. (2012). Business Model et information financière. Consulté à l'adresse <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00853789/>
- Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M., & Schaefer, S. (2017). *Management stratégique: Principes économiques fondamentaux pour manager*. De Boeck Supérieur.
- Bessire, D. (1999). Définir la performance. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 5(2), 127–150.
- Bessire, D. (2009). Normes comptables, normes prudentielles et normes de gouvernance: «la colonisation du monde vécu par les systèmes techniques». In *La place de la dimension européenne dans la Comptabilité Contrôle Audit* (p. CD-ROM).
- Bhargava, A., & Sargan, J. D. (1983). Estimating dynamic random effects models from panel data covering short time periods. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1635–1659.
- Bhaskar, R. (1978). On the possibility of social scientific knowledge and the limits of naturalism. *Journal for the Theory of Social Behaviour*, 8(1), 1–28.
- Biyamba, J. B. (2007). *la communication sur les investissements en R&D et la valorisation des firmes par les marchés financiers* (PhD Thesis). Reims.
- Black, B. S. (1990). Shareholder passivity reexamined. *Michigan Law Review*, 89(3), 520–608.
- Black, B. S., Jang, H., & Kim, W. (2006). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 22(2), 366–413.
- Blair, M. M. (1996). Ownership and control: Rethinking corporate governance for the twenty-first century. *Long Range Planning*, 3(29), 432.
- Bloomfield, R. J. (2002). The “incomplete revelation hypothesis” and financial reporting. *Accounting Horizons*, 16(3), 233–243.
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of econometrics*, 87(1), 115–143.
- Blundell, R., & Smith, R. J. (1990). Conditions initiales et estimation efficace dans les modèles dynamiques sur données de panel: Une application au comportement d'investissement des entreprises. *Annales d'Économie et de Statistique*, (20/21), 109–123.
- Bodie, Z., & Merton, R. (2007). Finansy [Finance]. *Moscow: Viliams*.
- Bollecker, M., & Mathieu, P. (2008). Vers des systèmes de mesure des performances sociétales : l'apport des conventions. *Revue française de gestion*, 34(180), 89–102.
- Boltanski, L., & Thévenot, L. (1991). De la justification. *Les économies de la grandeur*, Paris, Gallimard, 368.
- Bonnafous-Boucher, M., & Rendtorff, J. D. (2014). I. De «la partie prenante» à la théorie des parties prenantes. *Repères*, 9–32.

- Bonneuil, C., & Joly, P.-B. (2013). La fabrique conjointe des sciences et des sociétés. *Repères*, 3–20.
- Boone, A. L., Field, L. C., Karpoff, J. M., & Raheja, C. G. (2007). The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 85(1), 66–101.
- Bosch-Mauchand, M., Siadat, A., Perry, N., & Bernard, A. (2012). VCS: value chains simulator, a tool for value analysis of manufacturing enterprise processes (a value-based decision support tool). *Journal of Intelligent Manufacturing*, 23(4), 1389–1402.
- Bouallegui, A. (2013). *Les leviers de la performance globale des entreprises publiques: cas de la SONEDE*. Université Virtuelle de Tunis.
- Boujenoui, A., Bozec, R., & Zeghal, D. (2004). Analyse de l'évolution des mécanismes de gouvernance d'entreprise dans les sociétés d'État au Canada. *Finance Contrôle Stratégie*, 7(2), 95–122.
- Boukhari, M. (2012). Restructuration et performance: le cas SAIDAL. *Cahiers du CREAD*.
- Bouquin, H. (2001). Le contrôle de gestion. 5ème éd. Paris: *Collection Gestion*, 200.
- Bouquin, H. (2004). *Le contrôle de gestion*. Puf.
- Bourdieu, P. (1987). Objectiver le sujet objectivant. *P. Bourdieu, Choses dites*, 112–16.
- Bourdieu, P., & Wacquant, L. (1992). Réponses. Paris: *Seuil*, 4.
- Bourguignon, A. (1997). Sous les pavés la plage... ou les multiples fonctions du vocabulaire comptable: l'exemple de la performance. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 3(1), 89–101.
- Bourguignon, A. (2000). Performance et contrôle de gestion.
- Bourguignon, A., & Chiapello, E. (2005). The role of criticism in the dynamics of performance evaluation systems. *Critical Perspectives on Accounting*, 16(6), 665–700.
- Bourjade, S., Germain, L., & Lyon-Caen, C. (2016). Conseils d'administration : indépendance, collusion et conflits d'intérêts. *Revue française d'économie*, XXXI(2), 3
- Bova, F., Dou, Y., & Hope, O.-K. (2015). Employee ownership and firm disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 32(2), 639–673.
- Boyd, B. K. (1995). CEO duality and firm performance: A contingency model. *Strategic Management Journal*, 16(4), 301–312.
- Boyer, R. (1986). *La théorie de la régulation: une analyse critique*. La découverte.
- Boyer, R. (2002). Aux origines de la théorie de la régulation. In *Théorie de la régulation, l'état des savoirs* (Vol. 2, p. 19–30). La découverte.
- Brannon, D. L., & Wiklund, J. (2016). An analysis of Business Models: Firm characteristics, innovation and performance. *Academy of Entrepreneurship Journal*, 22(1), 1.
- Brau, J. C., & Fawcett, S. E. (2006). Initial public offerings: An analysis of theory and practice. *The Journal of Finance*, 61(1), 399–436.
- Brav, A., & Gompers, P. A. (1997). Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: Evidence from venture and nonventure capital-backed companies. *The Journal of Finance*, 52(5), 1791–1821.
- Brav, A., & Lehavy, R. (2003). An empirical analysis of analysts' target prices: Short-term informativeness and long-term dynamics. *The Journal of Finance*, 58(5), 1933–1967.

- Brennan, M. J. (1995). Corporate finance over the past 25 years. *Financial Management*, 9–22.
- Brick, I. E., Palmon, O., & Wald, J. K. (2006). CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism? *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 403–423.
- Bris, A., Brisley, N., & Cabolis, C. (2008). Adopting better corporate governance: Evidence from cross-border mergers. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 224–240.
- Bris, A., & Cabolis, C. (2008). The value of investor protection: Firm evidence from cross-border mergers. *The review of financial studies*, 21(2), 605–648.
- Broche, K., Capron, M., & Quairel, F. (2005). Grands projets et exercice de la responsabilité globale: les études d'impact social. *Management & Avenir*, (1), 121–151.
- Brøndum, K., Nielsen, C., Tange, K., Laursen, F., & Oehlenschläger, J. (2015). Kickass Companies: Leveraging Business Models with great leadership. *Journal of Business Models*, 3(1).
- Brousseau, É. (1999). Néo-institutionnalisme et Evolutionnisme: quelles convergences? *Economies et sociétés*, 33, 189–215.
- Broye, G., Schatt, A., & others. (2003). Sous-évaluation à l'introduction et cessions d'actions par les actionnaires d'origine: le cas français. *Finance Contrôle Stratégie*, 6(2), 67–89.
- Bruno, G. S. (2005a). Approximating the bias of the LSDV estimator for dynamic unbalanced panel data models. *Economics letters*, 87(3), 361–366.
- Bruno, G. S. (2005b). *Estimation and inference in dynamic unbalanced panel data models with a small number of individuals*. Università commerciale Luigi Bocconi.
- BRVM. (2013). *Rapport annuel: Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM)*. Abidjan, CI.
- Bryman, A. (1988). *Quantity and quality in social research*.
- Brynjolfsson, E., Hitt, L. M., & Kim, H. H. (2011). Strength in numbers: How does data-driven decisionmaking affect firm performance?
- Bughin, C., Finet, A., & Monaco, C. (2011). L'influence des investisseurs institutionnels sur les orientations stratégiques des entreprises,: El caso de Blue Capital en el grupo Carrefour. *La Revue des Sciences de Gestion*, (251), 177–188.
- Bun, M. J., & Kiviet, J. F. (2001). *The accuracy of inference in small samples of dynamic panel data models*. Tinbergen Institute discussion paper.
- Bun, M. J., & Kiviet, J. F. (2003). On the diminishing returns of higher-order terms in asymptotic expansions of bias. *economics Letters*, 79(2), 145–152.
- Burkart, M., Gromb, D., Mueller, H. M., & Panunzi, F. (2014). Legal Investor Protection and Takeovers: Legal Investor Protection and Takeovers. *The Journal of Finance*, 69(3), 1129–1165.
- Burkart, M., Gromb, D., & Panunzi, F. (1997). Large shareholders, monitoring, and the value of the firm. *The quarterly journal of economics*, 112(3), 693–728.
- Bushee, B. J. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *Accounting review*, 305–333.
- Bushman, R. M., Piotroski, J. D., & Smith, A. J. (2004). What determines corporate transparency? *Journal of accounting research*, 42(2), 207–252.

- Byrd, J. W., & Hickman, K. (1992a). The case for independent outside directors. *Journal of Applied Corporate Finance*, 5(3), 78–82.
- Byrd, J. W., & Hickman, K. A. (1992b). Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids. *Journal of financial economics*, 32(2), 195–221.
- Caby, J., & Hirigoyen, G. (1997). L'analyse de la valeur. *Economica*.
- Caby, J., & Hirigoyen, G. (2001). La création de valeur. *Economica, Paris*.
- Caby, Jérôme. (2003). *La convergence internationale des systèmes de gouvernance des entreprises: faits et débats*. Institut d'Administration des Entreprises de Paris.
- Caceres, R. C., & Vanhamme, J. (2003). Les processus modérateurs et médiateurs: distinction conceptuelle, aspects analytiques et illustrations. *Recherche et Applications en Marketing (French Edition)*, 18(2), 67–100.
- Callon, M., Laredo, P., & Mustar, P. (1995). *La gestion stratégique de la recherche et de la technologie: l'évaluation des programmes*. Economica.
- Camerer, C. F., Loewenstein, G., & Rabin, M. (2011). *Advances in behavioral economics*. Princeton University Press.
- Campbell, D. T., & Stanley, J. C. (1963). Experimental and quasi-experimental designs for research. *Handbook of research on teaching*. Chicago, IL: Rand McNally.
- Carroll, A. B. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *Academy of management review*, 4(4), 497–505.
- Carroll, A. B., & Näsi, J. (1997). Understanding stakeholder thinking: Themes from a Finnish conference. *Business Ethics: A European Review*, 6(1), 46–51.
- Chabaud, D., & Messeghem, K. (2010). Le paradigme de l'opportunité. *Revue française de gestion*, (206), 93–112.
- Chakrabarti, R., Megginson, W., & Yadav, P. K. (2008). Corporate governance in India. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(1), 59–72.
- Chang, K., Lee, J., & Shim, H. (s. d.). CEO Duality and Firm Performance: Does Economic Policy Uncertainty Mediate the Relation? *International Review of Finance*, 0(0).
- Charlier, P., & Lambert, G. (2013). Modes de gouvernance et performances des entreprises familiales françaises en fonction des conflits d'agence. *Finance Contrôle Stratégie*, (16–2).
- Charreaux, G. (1991). Structures de propriété, relation d'agence et performance financière Ownership structures, agency relationship and financial performance. *Revue économique*, 521–552.
- Charreaux, G. (1996). Vers une théorie du gouvernement des entreprises.
- Charreaux, G. (1997). Gouvernement d'entreprise: théorie et faits. *Economica*.
- Charreaux, G. (1998). Le point sur la mesure de performance des entreprises. *Banque et Marchés*, 34, 46–51.
- Charreaux, G. (2000). Gouvernement d'entreprise et comptabilité. *Encyclopédie de comptabilité, contrôle de gestion et audit*, 645–656.

- Charreaux, G. (2002). Variation sur le thème:«À la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise». *Revue Finance, Contrôle, Stratégie: FCS*, 5(3), 5.
- Charreaux, G. (2004). Corporate governance theories: From micro theories to national systems theories. Consulté à l'adresse https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=486522
- Charreaux, G. (2005). Pour une gouvernance d'entreprise «comportementale» Une réflexion exploratoire... *Revue française de gestion*, (4), 215–238.
- Charreaux, G. (2009). Droit et gouvernance: l'apport du courant comportemental. *Université de Bourgogne–LEG, working paper*, (1091001).
- Charreaux, G. (2015). Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises. *Revue Française de Gestion*, 41(253), 189–212.
- Charreaux, G., & Desbrières, P. (1998). Gouvernance des entreprises: valeur partenariale contre-valeur actionnariale. *Finance contrôle stratégie*, 1(2), 57–88.
- Charreaux, G., & Desbrières, P. (2001). Corporate governance: stakeholder value versus shareholder value. *Journal of Management and Governance*, 5(2), 107–128.
- Charreaux, G., & Pitot-Belin, J.-P. (1985). La théorie contractuelle des organisations: une application au conseil d'administration.
- Chen, A., & Pan, K. (1998). An answer to the long-run performance puzzle of IPOs in Taiwan: An application of the Fama-french model.
- Chen, Y., & Zhu, J. (2004). Measuring information technology's indirect impact on firm performance. *Information Technology and Management*, 5(1–2), 9–22.
- Chesbrough, H. (2006). *Open Business Models: How to thrive in the new innovation landscape*. Harvard Business Press.
- Chesbrough, H. (2007). Business Model innovation: it's not just about technology anymore. *Strategy & leadership*, 35(6), 12–17.
- Chesbrough, H. (2010). Business Model innovation: opportunities and barriers. *Long range planning*, 43(2–3), 354–363.
- Chesbrough, H., & Rosenbloom, R. S. (2002). The role of the Business Model in capturing value from innovation: evidence from Xerox Corporation's technology spin-off companies. *Industrial and corporate change*, 11(3), 529–555.
- Cheung, Y.-L., Dang, Y., Jiang, P., Lu, T., & Tan, W. (2018). Does the market care about investor protection practices in China? *Applied Economics*, 50(5), 492–509.
- Chevalier-Kuzla, C. (2001). Théorie de la structuration et Activity-Based_Management (ABM): Clarification du rôle du contrôle de gestion dans l'adaptation stratégique. *Structuration et management des organisations: gestion de l'action et du changement dans les entreprises*, 127.
- Chi, L.-C. (2009). Do transparency and disclosure predict firm performance? Evidence from the Taiwan market. *Expert Systems with Applications*, 36(8), 11198–11203.
- Chih, H.-L., Shen, C.-H., & Kang, F.-C. (2008). Corporate social responsibility, investor protection, and earnings management: Some international evidence. *Journal of business ethics*, 79(1–2), 179–198.

- Cho, D.-S., & Kim, J. (2007). Outside directors, ownership structure and firm profitability in Korea. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 239–250.
- Choi, S. (2000). Regulating Investors Not Issuers: A Market-Based Proposal. *California Law Review*, 88(2), 279–334. <https://doi.org/10.2307/3481225>
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., Le Breton-Miller, I., Miller, D., & Steier, L. P. (2018). *Governance Mechanisms and Family Firms*. SAGE Publications Sage CA: Los Angeles, CA.
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial management*, 70–74.
- Clarkson, M. E. (1995). A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of management review*, 20(1), 92–117.
- Clarkson, P., Bueren, A. L. V., & Walker, J. (2006). Chief executive officer remuneration disclosure quality: corporate responses to an evolving disclosure environment. *Accounting & Finance*, 46(5), 771–796.
- Clemons, E. K., & Row, M. C. (1992). Information technology and industrial cooperation: the changing economics of coordination and ownership. *Journal of Management Information Systems*, 9(2), 9–28.
- Coase, R. H. (1960). The Problem of Social Cost, *Journal of Law & Economics* v III October 1960. 1-44.
- Cobbaut, R. (1994). *Théorie financière* (Economica). Paris.
- Coff, R. W. (1997). Human assets and management dilemmas: Coping with hazards on the road to resource-based theory. *Academy of management review*, 22(2), 374–402.
- Coff, R. W. (1999). When competitive advantage doesn't lead to performance: The resource-based view and stakeholder bargaining power. *Organization science*, 10(2), 119–133.
- Coffee, J. C. (2002). Racing towards the top?: The impact of cross-listings and stock market competition on international corporate governance. *Columbia law review*, 1757–1831.
- Coissard, S., Kachour, M., & Berthelot, É. (2016). (Re)penser le Business Model au prisme de la théorie des parties prenantes. *La Revue des Sciences de Gestion*, 278–279(2), 169. <https://doi.org/10.3917/rsg.278.0169>
- Coles, J. L., Lemmon, M. L., & Meschke, J. F. (2012). Structural models and endogeneity in corporate finance: The link between managerial ownership and corporate performance. *Journal of Financial Economics*, 103(1), 149–168.
- Comment, R., & Jarrell, G. A. (1991). The relative signalling power of Dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open-market share repurchases. *The Journal of Finance*, 46(4), 1243–1271.
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling Theory: A Review and Assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39–67.
- Cooper, J. O., Heron, T. E., & Heward, W. L. (2007). Applied behavior analysis.
- Cormier, D., Lapointe-Antunes, P., & Magnan, M. (2007). Le référentiel IRS: nous dirigeons-nous vers une comptabilité au-delà du réel?. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 13(3), 43-55.
- Cornett, M. M., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2008). Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management. *Journal of financial economics*, 87(2), 357–373.

- Coughlan, A. T., & Schmidt, R. M. (1985). Executive compensation, management turnover, and firm performance: An empirical investigation. *Journal of accounting and economics*, 7(1-3), 43-66.
- Cournède, B., & Mann, C. L. (2017). Effets structurels du développement financier sur la croissance et les inégalités. *Revue d'économie financière*, (127), 21-36.
- CREPMF. (2007). *31ème ASSEMBLEE GENERALE DE LA FANAF: Le marché financier et les Compagnies d'Assurances*. Cotonou, Bénin.
- Creswell, J. W. (2012). *Educational Research: Planning, Conducting, and Evaluating Quantitative and Qualitative Research*. (Fourth ed. Boston: Pearson).
- Creswell, J. W. (2013). *Research design: qualitative, quantitative, and mixed methods approaches* (4th ed). Thousand Oaks: SAGE Publications.
- Crifo, P., & Rebérioux, A. (2015). Gouvernance et responsabilité sociétale des entreprises : nouvelle frontière de la finance durable ? *Revue d'économie financière*, (117), 205-223.
- Cumming, D., Filatotchev, I., Knill, A., Reeb, D. M., & Senbet, L. (2017). *Law, finance, and the international mobility of corporate governance*. Springer.
- Cyert, R. M., & March, J. G. (1963). A behavioral theory of the firm. *Englewood Cliffs, NJ*, 2.
- d'Arcimoles, C.-H., & Trebucq, S. (2003). Une approche du rôle de l'actionnariat salarié dans la performance et le risque des entreprises françaises. *Revue de gestion des ressources humaines*, (48), 2-21.
- Dagorn, N., Biot-Paquerot, G., & Didierjean, A. (2013). Peut-on faire mentir les chiffres? *Revue française de gestion*, (2), 87-101.
- Dahya, J., Lonie, A. A., & Power, D. M. (1998). Ownership structure, firm performance and top executive change: an analysis of UK firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(9-10), 1089-1118.
- 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.
- Dang, R. A., Scotto, M.-J., & Bender, A.-F. (2017). Représentation des femmes dans les conseils d'administration et performance économique: quels enseignements des PME françaises cotées? *Revue Management & Avenir*, (97), 61-79.
- Dang, R., & Teulon, F. (2014). *Les déterminants organisationnels de la représentation des femmes au sein des conseils d'administration des entreprises du SBF 120*.
- Dang, R., & Teulon, F. (2015). Où sont les femmes? Déterminants organisationnels de la représentation des femmes dans les conseils d'administration. *Management & Avenir*, (4), 183-203.
- 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.
- Daniel, K. D., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (2000). *Covariance risk, mispricing, and the cross section of security returns*. National bureau of economic research.
- Dann, L. Y. (1981). Common stock repurchases: An analysis of returns to bondholders and stockholders. *Journal of Financial Economics*, 9(2), 113-138.
- Darani, E. H. (2012). Corporate Governance, IPO (Initial Public Offering) Long Term Return in Malaysia. *Academic Journal*, 29, 311-320.

- Das, S., Sen, P. K., & Sengupta, S. (1998). Impact of strategic alliances on firm valuation. *Academy of Management Journal*, 41(1), 27–41.
- Dawson, S. M. (1987). Secondary stock market performance of initial public offers, Hong Kong, Singapore and Malaysia: 1978–1984. *Journal of Business Finance & Accounting*, 14(1), 65–76.
- De Ketele, J.-M., & Roegiers, X. (2009). *Méthodologie du recueil d'informations: Fondements des méthodes d'observation, de questionnaires, d'interviews et d'études de documents*. De Boeck Supérieur.
- De Winne, R., & D'Hondt, C. (2017). La finance comportementale: enjeux et perspectives. *Regards économiques*, 1.
- DeBoskey, D. G., Luo, Y., & Wang, J. J. (2018). Do specialized board committees impact the transparency of corporate political disclosure? Evidence from S&P 500 companies. *Research in Accounting Regulation*.
- Debreu, G. (1959). *Theory of Value-an Axiomatic Analysis of Economic Equilibrium*. Verlag nicht ermittelbar.
- Dechow, P. M., Richardson, S. A., & Tuna, I. (2003). Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation. *Review of accounting studies*, 8(2), 355–384.
- Deeds, D. L., Mang, P. Y., & Frandsen, M. (1997). The quest for legitimacy: A study of biotechnology IPO's. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 1(1), 533–543.
- Defond, M. L., & Hung, M. (2004). Investor protection and corporate governance: Evidence from worldwide CEO turnover. *Journal of Accounting Research*, 42(2), 269–312.
- Degeorge, Francois, & Derrien, F. (2001). IPO performance and earnings expectations: some French evidence. *Séminaire «Introductions en Bourse», Paris*. Consulté à l'adresse https://studies2.hec.fr/jahia/webdav/site/hec/shared/sites/derrien/acces_anonyme/Research%20papers/performance_and_expectations.pdf
- Degeorge, François, Derrien, F., & others. (2001). Les déterminants de la performance à long terme des introductions en bourse: le cas français. *Banque & Marchés*, 55, 8–18.
- Demarigny, F. (1994). Les investisseurs institutionnels : des actionnaires neutres ? *Revue d'économie financière*, 31(4), 109–118. <https://doi.org/10.3406/ecofi.1994.2105>
- Demil, B., & Lecocq, X. (2010). Business Model Evolution: In Search of Dynamic Consistency. *Long Range Planning*, 43(2–3), 227–246.
- Demil, B., Lecocq, X., & Warnier, V. (2013). *Stratégie et Business Models*. Pearson Education France.
- Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (1998). Law, finance, and firm growth. *The Journal of Finance*, 53(6), 2107–2137.
- Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 375–390.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155–1177.
- Denglos, G. (2008). Faut-il rejeter le principe de maximisation de la valeur actionnariale. *Revue française de gestion*, 34(184), 71–88.

- Denis, J.-P. (2008). Spéculations autour de l'OPA de la finance sur la stratégie. *Revue française de gestion*, (3), 73–94.
- Desbrières, P. (1991). *Participation financière, stock-options et rachats d'entreprise par les salariés*. Economica.
- Desbrières, P. (2002). Les actionnaires salariés. *Revue française de gestion*, (5), 255–281.
- Desroches, J. J.-Y., Jog, V. M., & Théberge, G. F. (1991). *La PME et le financement public: attrait, décision, impact*. IRPP
- Dess, G. G., & Beard, D. W. (1984). Dimensions of organizational task environments. *Administrative science quarterly*, 52–73.
- Deville, A., & Leleu, H. (2010). De nouvelles mesures pour comparer la performance opérationnelle et financière des agences bancaires. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 16(2), 97–126.
- Dewani, M. D. (1987). Investors without Protection. *Economic and Political Weekly*, 22(40), 1684–1685.
- Dewing, A. S. (1920). *The financial policy of corporations* (Vol. 1). Ronald Press.
- Dhabbi, A. (2010). Impact des éléments de gouvernement d'entreprise sur le contenu informationnel des accruals discrétionnaires cas du contexte Français.
- Diamond, D. W. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. *The review of economic studies*, 51(3), 393–414.
- Di Carlo, E., Fortuna, F., & Testarmata, S. (2016). Boundaries of the Business Model within business groups. *Journal of Management & Governance*, 20(2), 321–362.
- DiMaggio, P., & Powell, W. W. (1983). The iron cage revisited: Collective rationality and institutional isomorphism in organizational fields. *American Sociological Review*, 48(2), 147–160.
- Diop, S. (2015). L'Impact De L'Adoption Des Systemes De Couts A Base D'Activites Sur La Performance Des Entreprises Senegalaises. *Revue Economie, Gestion et Societe*, (3), <http://revues.dpi.sn/>
- DPI. (2016). *Cadre général de l'investissement du Sénégal*. Sénégal : Direction de la Promotion des Investissements.
- D'Iribarne, P. (1985). La gestion à la française. *Revue française de gestion*, 50, 5–13.
- Disle, C., Périer, S., Bertrand, F., Gonthier-Besacier, N., & Protin, P. (2016). Business Model et normalisation comptable: quelle intégration du modèle économique par les IFRS? *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 22(1), 85–119.
- Dodd, E. M. (1932). For whom are corporate managers trustees? *Harvard law review*, 45(7), 1145–1163.
- Doidge, C., Karolyi, G. A., & Stulz, R. M. (2004). Why are foreign firms listed in the US worth more? *Journal of financial economics*, 71(2), 205–238.
- Donaldson, K., Brown, G. M., Brown, D. M., Bolton, R. E., & Davis, J. M. (1989). Inflammation generating potential of long and short fibre amosite asbestos samples. *Occupational and Environmental Medicine*, 46(4), 271–276.
- Donaldson, L. (2006). The contingency theory of organizational design: challenges and opportunities. In *Organization Design* (p. 19–40). Springer.

- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1990). *CEO governance and shareholder returns: Agency theory or stewardship theory*. Australian graduate School of Management, University of New South Wales.
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of management*, 16(1), 49–64.
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *The Academy of Management Review*, 20(1), 65.
- Dong, M., & Ozkan, A. (2008). Institutional investors and director pay: An empirical study of UK companies. *Journal of Multinational Financial Management*, 18(1), 16–29.
- Doz, C., Giannone, D., & Reichlin, L. (2011). A two-step estimator for large approximate dynamic factor models based on Kalman filtering. *Journal of Econometrics*, 164(1), 188–205.
- Doz, Y. L., & Kosonen, M. (2010). Embedding strategic agility: A leadership agenda for accelerating Business Model renewal. *Long range planning*, 43(2–3), 370–382.
- Du Marais, B., Khartchenko-Dorbec, A., & Blanchet, D. (2006). *Des indicateurs pour mesurer le droit?: les limites méthodologiques des rapports Doing Business: études du programme de recherches sur l'Attractivité économique du droit*. La Documentation française.
- Ducassy, I., & Guyot, A. (2017). Complex ownership structures, corporate governance and firm performance: The French context. *Research in International Business and Finance*, 39, 291–306.
- DuCharme, L. L., Malatesta, P. H., & Sefcik, S. E. (2001). Earnings management: IPO valuation and subsequent performance. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 16(4), 369–396.
- DuCharme, L. L., Malatesta, P. H., & Sefcik, S. E. (2004). Earnings management, stock issues, and shareholder lawsuits. *Journal of financial economics*, 71(1), 27–49.
- Dupont, B., Grabosky, P., Shearing, C., & Tanner, S. (2007). La gouvernance de la sécurité dans les États faibles et défaillants. *Champ pénal/ Penal field*, 4.
- Durnev, A., & Kim, E. (2005). To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation. *The Journal of Finance*, 60(3), 1461–1493.
- Durnev Art, & Kim E. Han. (2005). To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. *The Journal of Finance*, 60(3), 1461–1493.
- 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.
- Dyck, A., & Zingales, L. (2002). The corporate governance role of the media. *The right to tell: The role of mass media in economic development*, 107–37.
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison. *The Journal of Finance*, 59(2), 537–600.
- Easterbrook, F. H., & Fischel, D. R. (1984). Mandatory Disclosure and the Protection of Investors. *Virginia Law Review*, 70(4), 669.
- Eckbo, B. E., & Norli, Ø. (2000). Leverage, liquidity and long-run IPO returns.

- Eden, C., & Ackermann, F. (2000). Mapping distinctive competencies: a systemic approach. *Journal of the Operational Research Society*, 51(1), 12–20.
- EFRAG, ANC, ASCG, OIC, & FRC. (2013). Getting a Better Framework–The role of the Business Model in financial reporting. *Bulletin, EFRAG*.
- EFRAG, ANC, & FRC. (2014). The role of the Business Model in financial statements: Feedback statement on research paper. *Bulletin, EFRAG*.
- Ehikioya, B. I. (2009). Corporate governance structure and firm performance in developing economies: evidence from Nigeria. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 9(3), 231–243.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57–74.
- Elbadraoui, K., LILTI, J. J., & Bouchra, M. (2008). La performance opérationnelle à long terme des entreprises françaises émettrices d'obligations convertibles. *Correspondance*.
- Eldor, R., Pines, D., & Schwartz, A. (1988). Home asset preference and productivity shocks. *Journal of international Economics*, 25(1–2), 165–176.
- Elsayed, K. (2007). Does CEO Duality Really Affect Corporate Performance? *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), 1203–1214.
- Eng, L. L., & Mak, Y. T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of accounting and public policy*, 22(4), 325–345.
- Enriquez, E. (1993). Les enjeux éthiques dans les organisations modernes. *Sociologie et sociétés*, 25(1), 25–38. <https://doi.org/10.7202/001232ar>
- Escaffre, L. (1999). La qualité d'une représentation comptable de la performance. In *20ÈME CONGRES DE L'AFC* (p. CD–Rom).
- Escaffre, L. (2016, juin 15). Le « Business Model » en IFRS, le masque de la comptabilité d'intention. *Option Finance*, (1370).
- Espenlaub, S., Gregory, A., & Tonks, I. (2000). Re-assessing the long-term underperformance of UK Initial Public Offerings. *European Financial Management*, 6(3), 319–342.
- Evans, W. M., & Freeman, R. E. (1988). *A Stakeholder Theory of the Modern Corporation: Kantian Capitalism. Ethical Theory and Business*. T. Beauchamp and N. Bowie. Englewood Cliffs, NJ, Prentice Hall.
- Everaert, G., & Pozzi, L. (2007). Bootstrap-based bias correction for dynamic panels. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 31(4), 1160–1184.
- Evrard, Y., Pras, B., & Roux, E. (1993). Études et recherches en marketing–Fondements. *Méthods, Paris: Edition Nathan*.
- Evrard, Yves, Pras, B., Roux, E., Desmet, P., Dussaix, A.-M., & Lilien, G. L. (2009). *Market-Fondements et méthodes des recherches en marketing*.

- Eyquem-Renault, M. (2011). *Analyse pragmatique du Business Model et performances de marché dans l'entrepreneuriat technologique*. École Nationale Supérieure des Mines de Paris. Consulté à l'adresse <https://tel.archives-ouvertes.fr/pastel-00640685/>
- Fadil, N. (2007). Stratégie, gouvernance et performance des moyennes entreprises: quel est l'impact de la cotation en Bourse? *Management & Avenir*, (1), 147–166.
- Fadil, N. (2012). The growth choices of French listed SMEs. *International Business Research*, 5(6), 83.
- Fadil, N. (2016). Contribution de la cotation en Bourse à l'entrepreneuriat international. *Revue de l'Entrepreneuriat*, 15(1), 81. <https://doi.org/10.3917/entre.151.0081>
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of political economy*, 88(2), 288–307.
- Fama, E. F. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of financial economics*, 49(3), 283–306.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983a). Agency problems and residual claims. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 327–349.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983b). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301–325.
- Fauver, L., Houston, J., & Naranjo, A. (2003). Capital Market Development, International Integration, Legal Systems, and the Value of Corporate Diversification: A Cross-Country Analysis. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 135–157.
- Feki, A., & 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 (Cas des entreprises industrielles françaises). In *LA COMPTABILITE, LE CONTRÔLE ET L'AUDIT ENTRE CHANGEMENT ET STABILITE* (p. CD–Rom).
- Fich, E. M., Harford, J., & Tran, A. L. (2015). Motivated monitors: The importance of institutional investors' portfolio weights. *Journal of Financial Economics*, 118(1), 21–48. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.06.014>
- Figge, F., Hahn, T., Schaltegger, S., & Wagner, M. (2002). The sustainability balanced scorecard—linking sustainability management to business strategy. *Business strategy and the Environment*, 11(5), 269–284.
- Filatotchev, I., Bell, R. G., & Moore, C. (2012). Strategic and Institutional Effects on Foreign IPO Performance: Examining the Impact of Country of Origin, Corporate Governance, and Host Country Effects.
- Filatotchev, I., & Piesse, J. (2009). R&D, internationalization and growth of newly listed firms: European evidence. *Journal of International Business Studies*, 40(8), 1260–1276.
- Filatotchev, I., Poulsen, A., & Bell, R. G. (2018). Corporate governance of a multinational enterprise: Firm, industry and institutional perspectives. *Journal of Corporate Finance*.
- FILTISAC. (2010). *Rapport annuel FILTISAC SA*.

- 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.
- FMI. (2013). *Côte d'Ivoire : Plan national de développement* (N° No. 13/172). Publication Services 700 19th Street, N.W. Washington, D.C. 20431: Fonds Monétaire International.
- Flannery, M. J., & Hankins, K. W. (2013). Estimating dynamic panel models in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 19, 1-19.
- Florackis, C. (2005). Internal corporate governance mechanisms and corporate performance: evidence for UK firms. *Applied Financial Economics Letters*, 1(4), 211-216.
- Flug, K., Spilimbergo, A., & Wachtenheim, E. (1998). Investment in education: do economic volatility and credit constraints matter? *Journal of Development Economics*, 55(2), 465-481.
- FRC. (2010). The UK corporate governance code. London: Financial Reporting Council.
- Freeman, E. R. (1984). *Strategic Management. A Stakeholder Approach*. Pitman, Boston.
- Frooman, J. (1999). Stakeholder influence strategies. *Academy of management review*, 24(2), 191-205.
- Froot, K. A., Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. (1993). Risk management: Coordinating corporate investment and financing policies. *the Journal of Finance*, 48(5), 1629-1658.
- Gajewski, J.-F., & Ginglinger, E. (2002). Seasoned equity issues in a closely held market: evidence from France. *Review of Finance*, 6(3), 291-319.
- Galindo, A. J., & Micco, A. (2001). Creditor protection and financial cycles.
- Galindo, A., & Micco, A. (2004). Creditor protection and financial markets: empirical evidence and implications for Latin America. *Economic Review-Federal Reserve Bank of Atlanta*, 89(2), 29.
- Gamble, J. E., Culpepper, R., & Blubaugh, M. G. (2002). ESOPs and employee attitudes: the importance of empowerment and financial value. *Personnel Review*, 31(1), 9-26.
- García-Meca, E., López-Iturriaga, F. J., & Tejerina Gaite, F. (2015). *Institutional Investors on Boards: Do They Influence Corporate Finance?* (SSRN Scholarly Paper No. ID 2598588). Rochester, NY: Social Science Research Network.
- Garengo, P., Biazzo, S., & Bititci, U. S. (2005). Performance measurement systems in SMEs: A review for a research agenda. *International journal of management reviews*, 7(1), 25-47.
- Garfatta, R. (2010). *Actionnariat salarié et création de valeur dans le cadre d'une gouvernance actionnariale et partenariale: application au contexte français*. Dijon.
- Gartiser, N., Lerch, C., & Lutz, P. (2004). Appréhender la dynamique d'évolution des organisations. Vers une opérationnalisation des modèles de Mintzberg. In *XIII ème Conférence Internationale de Management Stratégique, Normandie-Vallée de Seine, France*.
- Gassara, A. B., & Abaoub, E. (2007). La Gestion Des Resultats Lors Des Introductions En Bourse Est Elle Informative? In «*COMPTABILITE ET ENVIRONNEMENT*» (p. CD-Rom).
- Gassmann, O., Frankenberger, K., & Sauer, R. (2017). *A Primer on Theoretically Exploring the Field of Business Model Innovation*. TEBR.

- Gaver, J. J., & Gaver, K. M. (1993). Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Accounting and Economics*, 16(1-3), 125-160.
- George, G., & Bock, A. J. (2011). The Business Model in practice and its implications for entrepreneurship research. *Entrepreneurship theory and practice*, 35(1), 83-111.
- George, J. M., & Jones, G. R. (2000). The role of time in theory and theory building. *Journal of management*, 26(4), 657-684.
- Germain, C., & Gates, S. (2007). Le niveau de développement des indicateurs de responsabilité sociale dans les outils de pilotage de contrôle de gestion: une analyse des pratiques des entreprises. In «COMPTABILITE ET ENVIRONNEMENT» (p. CD-Rom).
- Germain, C., & Trébucq, S. (2003). L'intégration des dimensions sociétales dans le pilotage de la performance de l'entreprise: problématiques et conjectures. *Audencia Nantes, European Academy of Business in Society*.
- Germain, C., Trebucq, S., & others. (2004). La performance globale de l'entreprise et son pilotage: quelques réflexions. *Semaine sociale Lamy*, 1186, 35-41.
- Gervais, S., & Odean, T. (2001). Learning to be overconfident. *the Review of financial studies*, 14(1), 1-27.
- Gharbi, H., & Lepers, X. (2008). Actionnariat salarié et enracinement des dirigeants: Un essai de compréhension. *Innovations*, (1), 121-146.
- Gibert, P. (1980). *Le contrôle de gestion dans les organisations publiques*. Editions d'organisation.
- Giddens, A. (1987). *The nation-state and violence: Volume 2 of a contemporary critique of historical materialism* (Vol. 2). Univ of California Press.
- Gill, J., & Johnson, P. (2010). *Research methods for managers*. Sage.
- Gillet, P. (1998). Comptabilité créative: le résultat comptable n'est plus ce qu'il était. *Revue française de gestion*, (121), 83-94.
- Ginglinger, É. (2002). L'actionnaire comme contrôleur. *Revue française de gestion*, (5), 37-55.
- Ginglinger, E., Megginson, W., & Waxin, T. (2011). Employee ownership, board representation, and corporate financial policies. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 868-887.
- Giordano, Y., & Jolibert, A. (2012). *Spécifier l'objet de la recherche*. Pearson Education.
- Girard, C. (2002). Les actionnaires minoritaires. *Revue française de gestion*, (5), 183-202.
- Giroud, X., & Mueller, H. M. (2011). Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Prices. *The Journal of Finance*, 66(2), 563-600.
- Glaeser, E. L., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2004). Do institutions cause growth? *Journal of economic Growth*, 9(3), 271-303.
- Godard, L. (1998). Les déterminants du choix entre un conseil d'administration et un conseil de surveillance. *Finance Contrôle Stratégie*, 1(4), 39-61.
- Godard, L. (2002). La taille du conseil d'administration: déterminants et impact sur la performance. *Revue Sciences de gestion*, 33(2002), 125-148.

- Godard, L., & Schatt, A. (2005a). Faut-il limiter le cumul des fonctions dans les conseils d'administration? *La Revue des sciences de gestion*, (3), 61–72.
- Godard, L., & Schatt, A. (2005b). Les déterminants de la qualité des conseils d'administration français. *Gestion*, 4, 81–101.
- Godard, L., Schatt, A., & others. (2000). Quelles sont les caractéristiques optimales du conseil d'administration? *La Revue du Financier*, 127, 36–47.
- Gompers, P. A., & Lerner, J. (2003). The really long-run performance of initial public offerings: The pre-Nasdaq evidence. *The Journal of Finance*, 58(4), 1355–1392.
- Gompers, P. A., & Metrick, A. (2001). Institutional Investors and Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 229–259.
- Gond, J.-P., & Mercier, S. (2005). *Les théories des parties prenantes: une synthèse critique de la littérature*. LIRHE, Université des sciences sociales de Toulouse.
- Granovetter, M. (1985). Economic action and social structure: The problem of embeddedness. *American journal of sociology*, 91(3), 481–510.
- Grauer, R. R., & Hakansson, N. H. (1987). Gains from international diversification: 1968–85 returns on portfolios of stocks and bonds. *The Journal of Finance*, 42(3), 721–739.
- Greenbury, R. (1995). *Directors' remuneration*. Gee London.
- Greenley, G. E., & Foxall, G. R. (1997). Multiple stakeholder orientation in UK companies and the implications for company performance. *Journal of Management Studies*, 34(2), 259–284.
- Grønhaug, K., & Gilly, M. C. (1991). A transaction cost approach to consumer dissatisfaction and complaint actions*. *Journal of economic psychology*, 12(1), 165–183.
- Grossman, S. J., & Stiglitz, J. E. (1976). Information and competitive price systems. *The American Economic Review*, 66(2), 246–253.
- Grubel, H. G. (1968). Internationally diversified portfolios: welfare gains and capital flows. *The American Economic Review*, 58(5), 1299–1314.
- Grunow, D. (1995). The research design in organization studies: Problems and prospects. *Organization science*, 6(1), 93–103.
- Guersent, O. (2017). L'Union des marchés de capitaux : progrès réalisés et prochaines étapes. *Revue d'économie financière*, (125), 137–150. <https://doi.org/10.3917/ecofi.125.0137>
- Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2004). The role of social capital in financial development. *American economic review*, 94(3), 526–556.
- Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (s. d.). The Value of Corporate Culture, 45.
- Gulati, R., & Kletter, D. (2005). Shrinking core, expanding periphery: The relational architecture of high-performing organizations. *California Management Review*, 47(3), 77–104.
- Gupta, M., Khurana, I. K., & Pereira, R. (2008). Legal enforcement, short maturity debt, and the incentive to manage earnings. *The Journal of Law and Economics*, 51(4), 619–639.
- Hadri, K. (2000). Testing for stationarity in heterogeneous panel data. *The Econometrics Journal*, 3(2), 148–161.

- Haggège, M., Gauthier, C., & Rüling, C. C. (2017). Business Model performance: Five key drivers. *Journal of Business Strategy*, 38(2), 6-15.
- Hall, R. E., & Jones, C. I. (1999). Why do some countries produce so much more output per worker than others? *The quarterly journal of economics*, 114(1), 83–116.
- Hamadi, M., & Heinen, A. (2015). Firm performance when ownership is very concentrated: Evidence from a semiparametric panel. *Journal of Empirical Finance*, 34, 172–194.
- Hamel, G., & Ruben, P. (2000). *Leading the revolution* (Vol. 286). Harvard Business School Press Boston, MA.
- Hamilton, W. H. (1919). The institutional approach to economic theory. *The American Economic Review*, 9(1), 309–318.
- Haniffa, R., & Hudaib, M. (2006). Corporate governance structure and performance of Malaysian listed companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(7–8), 1034–1062.
- Hansmann, H. (1996). *The ownership of Enterprise*, Cambridge: Harvard University Press.
- Harrington, R., & Wilson, D. (1989). *Corporate Financial Analysis* (3rd ed., Boston: Irwin Inc).
- Harrison, J. S., Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., & Ireland, R. D. (2001). Resource complementarity in business combinations: Extending the logic to organizational alliances. *Journal of Management*, 27(6), 679–690.
- Hasan, M. S., Hossain, S. Z., & Rahman, R. A. (2014). Corporate governance and corporate accruals: the situation in Bangladesh. *Aestimatio*, (9), 90.
- Haslam, C., Tsitsianis, N., Andersson, T., & Gleadle, P. (2015). Accounting for Business Models: Increasing the visibility of stakeholders. *Journal of Business Models*, 3(1).
- Hayek, F. A. (1945). The use of knowledge in society. *The American economic review*, 35(4), 519–530.
- Hedman, J., & Kalling, T. (2003). The Business Model concept: theoretical underpinnings and empirical illustrations. *European Journal of Information Systems*, 12(1), 49-59.
- Heide, J. B., & Weiss, A. M. (1995). Vendor consideration and switching behavior for buyers in high-technology markets. *The Journal of Marketing*, 30–43.
- Hellström, M., Tsvetkova, A., Gustafsson, M., & Wikström, K. (2015). Collaboration mechanisms for Business Models in distributed energy ecosystems. *Journal of Cleaner Production*, 102, 226–236.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1988). The determinants of board composition. *The RAND Journal of Economics*, 589–606.
- Hervé, F. (2003). L’impact de l’activisme des fonds de pension américains: l’exemple du conseil des investisseurs institutionnels. *Banque & Marchés*, (62), pp–28.
- Hill, C. W., & Jones, T. M. (1992). Stakeholder-agency theory. *Journal of management studies*, 29(2), 131–154.
- Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G., & Love, I. (2002). *Investment, protection, ownership, and the cost of capital*. Working Paper Research.

- Hochstein, A. (2001). A Keynesian view of the Fisher separation theorem. *Atlantic Economic Journal*, 29(4), 469–469.
- Hollandts, X., & Aubert, N. (2019). La gouvernance salariale: contribution de la représentation des salariés à la gouvernance d'entreprise. *Finance Contrôle Stratégie*.
- Holmstrom, B. R., & Tirole, J. (1989). The theory of the firm. *Handbook of industrial organization*, 1, 61–133.
- Hong, H., & Kubik, J. D. (2003). Analyzing the analysts: Career concerns and biased earnings forecasts. *The Journal of Finance*, 58(1), 313–351.
- Hossain, M., Ahmed, K., & Godfrey, J. M. (2005). Investment opportunity set and voluntary disclosure of prospective information: A simultaneous equations approach. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(5–6), 871–907.
- Hoyle, R. H. (1995). *Structural equation modeling: Concepts, issues, and applications*. Sage.
- Hribar, P., Jenkins, N. T., & Johnson, W. B. (2006). Stock repurchases as an earnings management device. *Journal of Accounting and Economics*, 41(1–2), 3–27.
- Hsiao, C. (1986). Analysis of Panel Data. A dynamic model of unionism and wage rate determination for young men. *Cambridge University Press: Cambridge*. Vella F, Verbeek M. 1998. *Whose wages do unions raise?*
- Huang, J., & Yuan, Y. (2017). Bayesian dynamic mediation analysis. *Psychological methods*, 22(4), 667.
- Huault, I. (1998). Embeddedness et théorie de l'entreprise: autour des travaux de Mark Granovetter. In *Annales des mines* (p. 73–86).
- Hubler, J., & Meschi, P.-X. (2000). Alliances, acquisitions et valorisation boursière. *Revue française de gestion*, 85–97.
- Hummels, H. (1998). Organizing ethics: A stakeholder debate. *Journal of Business Ethics*, 17(13), 1403–1419.
- Hurlin, C., & Mignon, V. (2005). Une synthèse des tests de racine unitaire sur données de panel. *Economie & prévision*, (3), 253–294.
- Huson, M. R., Parrino, R., & Starks, L. T. (2001). Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: A long-term perspective. *The Journal of Finance*, 56(6), 2265–2297.
- Iacobucci, D., Schneider, M. J., Popovich, D. L., & Bakamitsos, G. A. (2017). Mean centering, multicollinearity, and moderators in multiple regression: The reconciliation redux. *Behavior research methods*, 49(1), 403–404.
- Ibbotson, R. G. (1975). Price performance of common stock new issues. *Journal of financial economics*, 2(3), 235–272.
- ICAEW. (2010). *Business Models in accounting: The theory of the firm and financial reporting*.
- Igalens, J., & Point, S. (2009). *Vers une nouvelle gouvernance des entreprises: l'entreprise face à ses parties prenantes*. Dunod Paris.
- Isik, O. (2017). The dynamic association between ceo-duality and bank performance: the moderating role of board size. *Research Journal of Business and Management*, 4(4), 460–468.

- Issa, M. E. (2014). *Le rôle de la source de financement dans le Business Model de la PE/TPE ouest-africaine: de la convention de financement à la convention d'affaires*. Université Paris Dauphine-Paris IX.
- Jacquillat, B., & Beaumont, D. (1996). De la création de la richesse à la mesure de la valeur. *Chroniques économiques*, 287–294.
- Jacquillat, Bertrand, Solnik, B., & Pérignon, C. (2014). *Marchés financiers-6e éd: Gestion de portefeuille et des risques*. Dunod.
- Jadhav, P., & Katti, V. (2012). Institutional and political determinants of foreign direct investment: Evidence from BRICS economies. *Poverty & Public Policy*, 4(3), 49–57.
- Jaffeux, C. (1994). Bourse et financement des entreprises.
- James, L. R., & Brett, J. M. (1984). Mediators, moderators, and tests for mediation. *Journal of Applied Psychology*, 69(2), 307.
- Jarillo, J. C. (2013). *Strategic networks*. Routledge.
- Jeanjean, T. (1999). La théorie positive de la comptabilité: une revue des critiques. *Cahier du CEREQ*, 99–12.
- Jeffers, E., & Plihon, D. (2001). Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises. *Revue d'économie financière*, 137–152.
- Jeffers, E., & Plihon, D. (2002). Importance et diversité des investisseurs institutionnels. et ‘politiques et modes de gestion des fonds d'investissement’, in *La montée en puissance des fonds d'investissement*.
- Jendly, M. (2012). Performance, transparence et accountability : une équation (dé) responsabilisante des professionnels exerçant en prison?, Performance, transparency and accountability: a (de-)responsabilisation formula for professionals working in prison, Zusammenfassung, Resumen. *Déviance et Société*, 36(3), 243–262.
- Jensen, A. B. (2013). Do we need one Business Model definition? *Journal of Business Models*, 1(1).
- Jensen, M. C. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945–1964. *The Journal of finance*, 23(2), 389–416.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *the Journal of Finance*, 48(3), 831–880.
- Jensen, M. C. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of applied corporate finance*, 14(3), 8–21.
- 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.
- Johnson, M. W. (2010). *Seizing the white space: Business Model innovation for growth and renewal*. Harvard Business Press.
- Johnson, M. W., Christensen, C. M., & Kagermann, H. (2008). Reinventing your Business Model. *Harvard business review*, 86(12), 57–68.
- Johnson, M. W., & Suskewicz, J. (2009). How to jump-start the clean economy. *Harvard business review*, 87(11).

- Jolls, C., Sunstein, C. R., & Thaler, R. H. (1998). A behavioral approach to law and economics.
- Judge, W. Q., & Zeithaml, C. P. (1992). Institutional and Strategic Choice Perspectives on Board Involvement in the Strategic Decision Process. *Academy of Management Journal*, 35(4), 766–794.
- Jumanne, B. B., & Keong, C. C. (2018). Ownership concentration, foreign ownership and corporate performance among the listed companies in East African community: the role of quality institutions. *African Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 6(1), 70–90.
- Kang, L. S., & Nanda, P. (2018). What determines the disclosure of managerial remuneration in India? *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 16(1), 2–23.
- Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (1992). In Search of Excellence—der Maßstab neu definiert werden. *Harvard manager*, 14(4), 37–46.
- Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (1996). *The balanced scorecard: translating strategy into action*. Harvard Business Press.
- Kapoor, R. (2013). Collaborating with Complementors: What Do Firms Do? In *Collaboration and Competition in Business Ecosystems* (Vol. 30, p. 3–25). Emerald Group Publishing Limited.
- Khalidi, M. A. (2016). Impact des mécanismes de gouvernance sur l'appropriation de la valeur partenariale. *Finance Contrôle Stratégie*, (19–1).
- Khalid, E., & Jacques, L. J. (2007). Quel Présage à Long Terme pour la Performance Opérationnelle des Entreprises Émettrices d'Obligations Convertibles en France?
- Khatab, H., Masood, M., Zaman, K., Saleem, S., & Saeed, B. (2011). Corporate governance and firm performance: A case study of Karachi stock market. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 2(1), 39.
- Khemakhem, A. (1976). *La dynamique du contrôle de gestion*. Dunod.
- Kim, J.-B., Krinsky, I., & Lee, J. (1995). The aftermarket performance of initial public offerings in Korea. *Pacific-Basin Finance Journal*, 3(4), 429–448.
- King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *The quarterly journal of economics*, 108(3), 717–737.
- Kirat, T., Marty, F., Bouthinon-Dumas, H., & Rezaee, A. (2017). « Quand dire c'est réguler ». Discours et communication de l'Autorité des marchés financiers. *Économie et institutions*, (25). <https://doi.org/10.4000/ei.5862>
- Kiviet, J. F. (1995). On bias, inconsistency, and efficiency of various estimators in dynamic panel data models. *Journal of econometrics*, 68(1), 53–78.
- Kiviet, J. F. (1999). *Expectations of Expansions for Estimators in a Dynamic Panel Data Model: Some Results for Weakly-exogenous Regressors*. Tinbergen Institute.
- Kiviet, J. F., Pleus, M., & Poldermans, R. (2017). Accuracy and Efficiency of Various GMM Inference Techniques in Dynamic Micro Panel Data Models. *Econometrics*, 5(1), 14.
- Klagge, B., & Zademach, H. M. (2018). International capital flows, stock markets, and uneven development: the case of Sub-Saharan Africa and the Sustainable Stock Exchanges Initiative (SSEI). *Zeitschrift für Wirtschaftsgeographie*, 62(2), 92–107.

- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of corporate Finance*, 10(5), 703–728.
- Klein, A. (1998). Firm Performance and Board Committee Structure. *The Journal of Law and Economics*, 41(1), 275–304. <https://doi.org/10.1086/467391>
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of accounting and economics*, 33(3), 375–400.
- Koh, J., & Venkatraman, N. (1991). Joint venture formations and stock market reactions: An assessment in the information technology sector. *Academy of Management Journal*, 34(4), 869–892.
- Kohler, E. L. (1940). Protection for Investors. *The Accounting Review*, 15(3), 446–452.
- Kolsi, M., & Ghorbel, H. (2011). Effet des mécanismes de gouvernance sur la performance financière et boursière: Cas des entreprises canadiennes. In *Comptabilités, économie et société* (p. cd-rom).
- Kor, Y. Y., & Mahoney, J. T. (2004). Edith Penrose's (1959) contributions to the resource-based view of strategic management. *Journal of management studies*, 41(1), 183–191.
- Korajczyk, R. A., Lucas, D. J., & McDonald, R. L. (1992). Equity issues with time-varying asymmetric information. *Journal of financial and quantitative analysis*, 27(3), 397–417.
- Kos à Mougou, A., & Kamajou, F. (2016). Determinants Du Developpement Financier Dans Les Pays De La Zone Franc Cfa: Le Role De La Qualite Des Institutions. *European Scientific Journal*, 12(28).
- Kothari, S. P., & Warner, J. B. (1997). Measuring long-horizon security price performance. *Journal of Financial Economics*, 43(3), 301–339.
- Kothari, Sagar P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of accounting and economics*, 39(1), 163–197.
- Koumakhov, R. (1996). L'émergence de nouvelles formes de coordination en Russie. *A l'Est, du nouveau*, 165–190.
- Kumar, V. (2014). A Survey of Literature on IPO Market Puzzle: Determinants of Listing Day Returns in IPOs. *Available at SSRN 2514710*.
- Kusi, B. A., Gyeke-Dako, A., Agbloyor, E. K., & Darku, A. B. (2018). Does corporate governance structures promote shareholders or stakeholders value maximization? Evidence from African banks. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Kyereboah-Coleman, A. (2008). Corporate governance and firm performance in Africa: A dynamic panel data analysis. *Studies in Economics and Econometrics*, 32(2), 1–24.
- Kyereboah-Coleman, A., & Biekpe, N. (2006). The relationship between board size, board composition, CEO duality and firm performance: Experience from Ghana. *Corporate Ownership and Control*, 4(2), 114–122.
- Kyle, A. S., & Wang, F. A. (1997). Speculation duopoly with agreement to disagree: Can overconfidence survive the market test? *The Journal of Finance*, 52(5), 2073–2090.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999). The quality of government. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 15(1), 222–279.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, 58(1), 3–27.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The journal of finance*, 57(3), 1147–1170.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *The journal of finance*, 52(3), 1131–1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of political economy*, 106(6), 1113–1155.
- Labelle, R., & Schatt, A. (2003). Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises. In *Identification et maîtrise des risques: enjeux pour l'audit, la comptabilité et le contrôle de gestion* (p. CD–Rom).
- Labreuche, J. (2010). Les différents types de variables, leurs représentations graphiques et paramètres descriptifs. *Sang Thrombose Vaisseaux*, 22(10), 536–543.
- Lacoste, D., Lavigne, S., & Rigamonti, É. (2009). Les investisseurs institutionnels influencent-ils les stratégies ? *Revue française de gestion*, (197), 35–48.
- Lahmini, H. M., & Ibenrissoul, A. (2015). Impact de la décision de financement sur la performance de l'entreprise marocaine: Cas des sociétés cotées des secteurs Immobilier et Matériaux de Construction. In *Colloque et séminaire doctoral international ISEOR-AOM 2015 sur les méthodologies de recherche*.
- Lambin, J.-J. (1994). La recherche Marketing. Analyser-Mesurer-Prévoir. Troisième triage. *Ediscience International. Paris. France*.
- Langley, A. (1999). Strategies for theorizing from process data. *Academy of Management review*, 24(4), 691–710.
- Langlois, D. E., & McAdams, R. P. (1992). *Performance Appraisal of School Management: Evaluating the Administrative Team*. Technomic Publishing Company.
- Langlois, R. N. (1986). Rationality, institutions, and explanation. *Economics as a process: Essays in the new institutional economics*. New York: Cambridge University Press, 225–55.
- Laroche, H., & Nioche, J.-P. (2015). L'approche cognitive de la stratégie d'entreprise. *Revue française de gestion*, (8), 97–120.
- Larrain, B., Tapia, M., & Urzúa, F. (2017). Investor protection and corporate control. *Journal of Corporate Finance*, 47, 174–190.
- Lazonick, W., & O'Sullivan, M. (1998). Corporate Governance and the Innovative Economy: Policy Implications.
- Lazonick, W., & O'sullivan, M. (2000). Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and society*, 29(1), 13–35.
- Le Boulch, G. (2001). Approche systémique de la proximité: définitions et discussion. In *3ème Journées de la Proximité*. Ministère de la Recherche.
- Le Boulch, G. (2004). *L'émergence du territoire comme structure d'action de l'organisation*. Economica.

- Le Maux, J. (2008). La «coalition de contrôle». *Revue française de gestion*, (1), 15–39.
- Le Moigne, J.-L. (1994). *Les épistémologies constructivistes*. Paris: Presses universitaires de France.
- Lecocq, X., Demil, B., & Warnier, V. (2006). Le Business Model, un outil d'analyse stratégique. *L'Expansion Management Review*, (4), 96–109.
- Lecocq, X., Mangematin, V., Maucuer, R., & Ronteau, S. (2018). Du modèle d'affaires à l'écosystème : comprendre les transformations en cours. *Finance Contrôle Stratégie*, (NS-1).
- Lee, S.-Y., Park, Y.-S., & Klassen, R. D. (2015). Market responses to firms' voluntary climate change information disclosure and carbon communication. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 22(1), 1–12.
- Lehideux-Vernimmen, V. (1992). *Du négoce à la banque: les André. Une famille protestante Nîmes-Paris (1600-1800)*. Nîmes: C. Lacour.
- Leisenring, J., Linsmeier, T., Schipper, K., & Trott, E. (2012). Business-model (intent)-based accounting. *Accounting and Business Research*, 42(3), 329–344.
- Lepore, L., Paolone, F., & Cambrea, D. R. (2018). Ownership structure, investors' protection and corporate valuation: the effect of judicial system efficiency in family and non-family firms. *Journal of Management and Governance*, 1–34.
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of financial economics*, 69(3), 505–527.
- Levasseur, M., & Quintart, A. (1998). L'entreprise et la Bourse. *Finance, Economica, Paris*, 609–636.
- Levin, A., & Lin, C.-F. (1993). Unit root tests in panel data: new results. *University of California at San Diego, Economics Working Paper Series*.
- Levin, A., Lin, C.-F., & Chu, C.-S. J. (2002). Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties. *Journal of econometrics*, 108(1), 1–24.
- Levine, R. (2005a). Chapter 12 Finance and Growth: Theory and Evidence. In P. Aghion & S. N. Durlauf (Éd.), *Handbook of Economic Growth* (Vol. 1, p. 865–934). Elsevier.
- Levine, R. (2005b). Finance and growth: theory and evidence. *Handbook of economic growth*, 1, 865–934.
- Levine, R., Levkov, A., & Rubinstein, Y. (2014). Bank deregulation and racial inequality in America. *Critical Finance Review*, 3(1), 1–48.
- Levine, R., & Zervos, S. (1998a). Capital control liberalization and stock market development. *World Development*, 26(7), 1169–1183.
- Levine, R., & Zervos, S. (1998b). Stock markets, banks, and economic growth. *American economic review*, 537–558.
- Levy, H., & Sarnat, M. (1970). International diversification of investment portfolios. *The American Economic Review*, 60(4), 668–675.
- Lewbel, A. (1997). Constructing instruments for regressions with measurement error when no additional data are available, with an application to patents and R&D. *Econometrica: journal of the econometric society*, 1201–1213.

- Li, J., & Yue, D. R. (2008). Market Size, Legal Institutions, and International Diversification Strategies: Implications for the Performance of Multinational Firms. *MIR: Management International Review*, 48(6), 667–688.
- Lin, Z. J., Yang, H., & Arya, B. (2009). Alliance partners and firm performance: resource complementarity and status association. *Strategic Management Journal*, 30(9), 921–940.
- Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A. (2017). Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. *The Journal of Finance*, 72(4), 1785–1824.
- Lins, K. V., Strickland, D., & Zenner, M. (2005). Do non-US firms issue equity on US stock exchanges to relax capital constraints? *Journal of financial and quantitative analysis*, 40(1), 109–133.
- LiPuma, J. A. (2012). Internationalization and the IPO performance of new ventures. *Journal of Business Research*, 65(7), 914–921.
- Liu, C., Maslach, D., Desai, V., & Madsen, P. (2015). The first 50 years and the next 50 years of A Behavioral Theory of the Firm: An interview with James G. March. *Journal of Management Inquiry*, 24(2), 149–155.
- Liu, L., Qu, W., & Haman, J. (2018). Product market competition, state-ownership, corporate governance and firm performance. *Asian Review of Accounting*, 26(1), 62–83.
- Loilier, T., & Tellier, A. (2002). innovations, coopérations et proximités, quelles configurations pour les réseaux innovateurs. In *XIème Conférence Internationale de Management stratégique, juin, ESCP–EAP* (p. 1–26).
- Long, J. S., & Freese, J. (2006). *Regression models for categorical dependent variables using Stata*. Stata press.
- Long, R. J. (1980). Job attitudes and organizational performance under employee ownership. *Academy of Management Journal*, 23(4), 726–737.
- Lorino, P. (1998). Valeur pour l'actionnaire: une mode a risque. *Alternatives Economiques*, 55–56.
- Lorino, P. (2001). Le balanced Scorecard Revisite: dynamique stratégique et pilotage de performance exemple d'une entreprise énergétique. In *22ÈME CONGRES DE L'AFC* (p. CD–Rom).
- Lorsch, J., & Young, J. (1990). Pawns or potentates: The reality of America's corporate boards. *The Executive*, 4(4), 85–87.
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (1995). The new issues puzzle. *The Journal of finance*, 50(1), 23–51.
- Loughran, T., Ritter, J. R., & Rydqvist, K. (1994). Initial public offerings: International insights. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2(2), 165–199.
- Louizi, G. (2006). Impact du conseil d'administration sur la performance des banques tunisiennes. In *XVème Conférence Internationale de Management stratégique, Annecy/Genève* (p. 13–16).
- Lozano, M. B., Martínez, B., & Pindado, J. (2016). Corporate governance, ownership and firm value: Drivers of ownership as a good corporate governance mechanism. *International Business Review*, 25(6), 1333–1343.
- Lüdeke-Freund, F. (2009). Business Model concepts in corporate sustainability contexts: From rhetoric to a generic template for 'Business Models for sustainability'.

- Lusch, R. F., Vargo, S. L., & O'Brien, M. (2007). Competing through service: Insights from service-dominant logic. *Journal of retailing*, 83(1), 5–18.
- Mackay, C. (1841). *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* (London: R. Bentley).
- Maddala, G. S., & Wu, S. (1999). A comparative study of unit root tests with panel data and a new simple test. *Oxford Bulletin of Economics and statistics*, 61(S1), 631–652.
- Magretta, J. (2002). Why Business Models matter. Consulté à l'adresse <http://repository.binus.ac.id/2009-2/content/A0154/A015481231.pdf>
- Majumdar, S. K. (1997). The impact of size and age on firm-level performance: some evidence from India. *Review of industrial organization*, 12(2), 231–241.
- Mäkinen, S., & Seppänen, M. (2007). Assessing Business Model concepts with taxonomical research criteria: A preliminary study. *Management Research News*, 30(10), 735–748.
- Maloney, M. T., McCormick, R. E., & Mitchell, M. L. (1993). Managerial decision making and capital structure. *Journal of Business*, 189–217.
- Maltais, M., & Defarges, P. M. (2014). La gouvernance en enseignement supérieur. *Le Québec à l'heure des choix. Regard sur les grands enjeux*, Montréal, Éditions Nord-Sud.
- 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>
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The journal of finance*, 7(1), 77–91.
- Marques, G., Gourc, D., & Lauras, M. (2011). Multi-criteria performance analysis for decision making in project management. *International Journal of Project Management*, 29(8), 1057–1069.
- Martinet, A.-C. (2002). L'actionnaire comme porteur d'une vision stratégique. *Revue française de gestion*, (5), 57–76.
- Massaro, M., Dumay, J., & Bagnoli, C. (2015). Where there is a will there is a way: IC, strategic intent, diversification and firm performance. *Journal of Intellectual Capital*, 16(3), 490–517.
- Massil, K. (2016). *Institutions, théories du changement institutionnel et déterminant de la qualité des institutions: les enseignements de la littérature économique*. University of Paris West-Nanterre la Défense, EconomiX.
- Maucuer, R. (2013). *Partenariats ONG-entreprise et évolution du Business Model de la grande entreprise. Le cas de Suez-Environnement*. Université Paris Dauphine-Paris IX.
- Maxwell, S. E., & Cole, D. A. (2007). Bias in cross-sectional analyses of longitudinal mediation. *Psychological methods*, 12(1), 23.
- Maxwell, S. E., Cole, D. A., & Mitchell, M. A. (2011). Bias in cross-sectional analyses of longitudinal mediation: Partial and complete mediation under an autoregressive model. *Multivariate Behavioral Research*, 46(5), 816–841.
- Mayrhofer, U. (2007). *Management stratégique*. Editions Bréal.
- Mbengue, A., & Vandangeon-Derumez, I. (1999). Positions épistémologiques et outils de recherche en management stratégique. In *communication à la conférence de l'AIMS*.

- 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.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial economics*, 27(2), 595–612.
- McGuire, J. B., Sundgren, A., & Schneeweis, T. (1988). Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance. *Academy of Management Journal*, 31(4), 854–872. <https://doi.org/10.5465/256342>
- McKinnon, R. I. (1973). Money and Capital in Economic Development (Washington, DC: Brookings Institution, 1973); and Edward S. Shaw. *Financial Deepening in Economic Development*.
- McLean R. David, Zhang Tianyu, & Zhao Mengxin. (2012). Why Does the Law Matter? Investor Protection and Its Effects on Investment, Finance, and Growth. *The Journal of Finance*, 67(1), 313–350.
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2000). Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification? *Strategic Management Journal*, 21(5), 603–609.
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2001). Corporate Social Responsibility: a Theory of the Firm Perspective. *Academy of Management Review*, 26(1), 117–127. <https://doi.org/10.5465/amr.2001.4011987>
- Mechelli, A., Cimini, R., & Mazzocchi, F. (2017). The usefulness of the Business Model disclosure for investors' judgements in financial entities. A European study. *Revista de Contabilidad*, 20(1), 1–12.
- Meek, G. K., Roberts, C. B., & Gray, S. J. (1995). Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and continental European multinational corporations. *Journal of international business studies*, 26(3), 555–572.
- Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 38(2), 163–184.
- Meisel, N., & Mvogo, J.-P. (2007). *Quelles politiques de développement financier en zone franc ?* (Rapport Thématique No. 23). Agence Française de Développement, Département de la Recherche.
- Melis, A., Gaia, S., & Carta, S. (2015). Directors' remuneration: A comparison of Italian and UK non-financial listed firms' disclosure. *The British Accounting Review*, 47(1), 66–84.
- Méon, P.-G., & Weill, L. (2005). Does better governance foster efficiency? An aggregate frontier analysis. *Economics of Governance*, 6(1), 75–90.
- Mercier, S. (2006). Aux origines de la Stakeholder Theory: 1916-1950. *Cahier du FARGO n 10610xx*.
- Mercier, S. (2014). II. L'institutionnalisation de l'éthique dans la gouvernance de l'entreprise. In *Repères* (Vol. 3e éd., p. 23–34). La Découverte.
- Meredith, J. R., Raturi, A., Amoako-Gyampah, K., & Kaplan, B. (1989). Alternative research paradigms in operations. *Journal of operations management*, 8(4), 297–326.
- Meyer, J. W., & Rowan, B. (1977). Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony. *American journal of sociology*, 83(2), 340–363.

- Michael, U. (2015). Investor Capitalism. In *Wiley Encyclopedia of Management* (p. 1–2). American Cancer Society.
- Michaely, R., & Womack, K. L. (1999). Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations. *The Review of Financial Studies*, 12(4), 653–686.
- Michailescu, C. (1998). *Contribution à l'étude des déterminants de la qualité de l'information comptable diffusée par les entreprises françaises* (PhD Thesis). Paris 9.
- Michalak, J., Rimmel, G., Beusch, P., & Jonäll, K. (2017). Business Model disclosures in corporate reports. *Journal of Business Models*, 5(1), 51–73.
- Michel-Kerjan, E. (2006). Vulnérabilité financière face aux «risques à grande échelle»: la parole est à la première industrie au monde.». In *Annales des Mines* (p. 14–25).
- Miles, Mattheu B., & Huberman, A. M. (1984). Qualitative data analysis: A sourcebook of new methods. In *Qualitative data analysis: a sourcebook of new methods*. Sage publications.
- Miles, Matthew B., & Huberman, A. M. (2003). *Analyse des données qualitatives*. De Boeck Supérieur.
- Miles, S. (2017). Stakeholder theory classification: a theoretical and empirical evaluation of definitions. *Journal of Business Ethics*, 142(3), 437–459.
- Milgrom, P. R., & Roberts, J. D. (1992). Economics, organization and management.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1963). Dividend policy and market valuation: a reply. *The Journal of Business*, 36(1), 116–119.
- Ming, T. C., Foo, Y.-B., Gul, F. A., & Majid, A. (2018, janvier 17). Institutional Investors and CEO Pay-Performance in Malaysian Firms [research-article].
- Mintzberg, H. (1983). *Power in and around organizations* (Vol. 142). Prentice-Hall Englewood Cliffs, NJ.
- Mitchell, D., & Coles, C. (2003). The ultimate competitive advantage of continuing Business Model innovation. *Journal of Business Strategy*, 24(5), 15–21.
- Mitchell, D. W., & Bruckner Coles, C. (2004a). Business Model innovation breakthrough moves. *Journal of business strategy*, 25(1), 16–26.
- Mitchell, D. W., & Bruckner Coles, C. (2004b). Establishing a continuing Business Model innovation process. *Journal of business strategy*, 25(3), 39–49.
- Mitchell, R. K., Agle, B. R., & Wood, D. J. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *Academy of management review*, 22(4), 853–886.
- Mizruchi, M. S. (1983). Who controls whom? An examination of the relation between management and boards of directors in large American corporations. *Academy of Management review*, 8(3), 426–435.
- Mkadmi, J., & Halioui, K. (2013). Analyse de l'impact du conseil d'administration sur la performance des banques conventionnelles Malaisiennes. *La Revue Gestion et Organisation*, 5(1), 16–26.
- 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*, 433–443.

- Mollica, M., & Zingales, L. (2007). The impact of venture capital on innovation and the creation of new businesses. *Unpublished working paper, University of Chicago*.
- Moon, H. R., & Perron, B. (2004). Testing for a unit root in panels with dynamic factors. *Journal of econometrics*, 122(1), 81–126.
- Moore, C. B., Bell, R. G., & Filatotchev, I. (2010). Institutions and foreign IPO firms: The effects of “home” and “host” country institutions on performance. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 34(3), 469–490.
- Morin, F. (1998). La rupture du modèle français de détention et de gestion des capitaux. *Revue d'économie financière*, 111–132.
- Morris, S. S., Alvarez, S. A., Barney, J. B., & Molloy, J. C. (2017). Firm-specific human capital investments as a signal of general value: Revisiting assumptions about human capital and how it is managed. *Strategic Management Journal*, 38(4), 912–919.
- Motta, E. M., & Uchida, K. (2017). Institutional investors, corporate social responsibility, and stock price performance. *Journal of the Japanese and International Economies*.
- Mottis, N., & Ponsard, J. (2002). L'influence des investisseurs institutionnels sur le pilotage des entreprises. *Revue française de gestion*, (5), 225–248.
- Moulin, Y., & Point, S. (2012). Les femmes dans les conseils d'administration du SBF120: qualités féminines ou affaires de famille? *Revue de gestion des ressources humaines*, (1), 31–44.
- Murphy, K. M., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1991). The allocation of talent: Implications for growth. *The quarterly journal of economics*, 106(2), 503–530.
- Muth, M., & Donaldson, L. (1998). Stewardship theory and board structure: A contingency approach. *Corporate Governance: An International Review*, 6(1), 5–28.
- 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.
- Mykita, P., & Tuszyński, J. (2002). *Contrôle de gestion: prévision et gestion budgétaire, mesure et analyse des coûts: processus 8 et 9: corrigé*. Foucher.
- Ndong, B. (2007). *Marchés boursiers émergents et problématique de l'efficience: le cas de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM)*. Besançon.
- Neely, A. (2002). *Business performance measurement: theory and practice*. Cambridge University Press.
- Neumann, J. V., & Morgenstern, O. (1944). *Theory of games and economic behaviour*. Princeton University Press Princeton.
- Newsom, J. T. (2002). Testing mediation with regression analysis. Online at: http://www.ioa.pdx.edu/newsom/usp534/ho_mediation.doc.
- Ngantchou, A. (2011). Le Système Comptable OHADA: Une réconciliation des modèles «européen continental» et «anglo-saxon»? *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 17(3), 31–53.
- Nguyen, T., Locke, S., & Reddy, K. (2015). Ownership concentration and corporate performance from a dynamic perspective: Does national governance quality matter? *International Review of Financial Analysis*, 41, 148–161.

- Noble, C. H., Sinha, R. K., & Kumar, A. (2002). Market orientation and alternative strategic orientations: a longitudinal assessment of performance implications. *Journal of marketing*, 66(4), 25–39.
- North, D. C. (1989). Institutions and economic growth: An historical introduction. *World development*, 17(9), 1319–1332.
- North, D. C. (1990). *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge university press.
- North, D. C. (1993). Institutions and credible commitment. *Journal of Institutional and Theoretical Economics (JITE)/Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft*, 11–23.
- Nouha, K., & Walid, K. (2016). Le rôle des mécanismes de gouvernance dans la prévention de la fraude managériale. *Management Accounting Research*.
- Ntim, C. G. (2018). Defining Corporate Governance: Shareholder Versus Stakeholder Models.
- Obert, R. (2011). Le nouveau cadre conceptuel de l'IASB. *Revue française de comptabilité*, 439, 26–30.
- Obert, R. (2014). Le rôle du Business Model dans les états financiers. *Revue française de comptabilité*, 473, 12–16.
- Obstfeld, M., & Rogoff, K. (2000). The six major puzzles in international macroeconomics: is there a common cause? *NBER macroeconomics annual*, 15, 339–390.
- OCDE. (1993). *Glossary of industrial organisation economics and competition law*. Organization for Economic.
- OCDE, O. (2004). The OECD principles of corporate governance. *Contaduría y Administración*, (216).
- O'Connor, T., Kinsella, S., & O'Sullivan, V. (2014). Legal protection of investors, corporate governance, and investable premia in emerging markets. *International Review of Economics & Finance*, 29, 426–439.
- Okeahalam, C. C. (2004). Corporate governance and disclosure in Africa: Issues and challenges. *Journal of Financial Regulation and compliance*, 12(4), 359–370.
- Okiro, K., Aduda, J., & Omoro, N. (2015). The Effect of Corporate Governance and Capital Structure on Performance of Firms Listed at the East African Community Securities Exchange. *European Scientific Journal, ESJ*, 11(7).
- Oliver, R. L. (1999). Whence consumer loyalty? *the Journal of Marketing*, 33–44.
- Olivéro, B., & Ezzine, H. (2011). Evolution de la gouvernance des entreprises et impact sur la visibilité boursière en période de crise.
- Olson, M. (1993). Dictatorship, democracy, and development. *American political science review*, 87(3), 567–576.
- Omran, M. M., Bolbol, A., & Fatheldin, A. (2008). Corporate governance and firm performance in Arab equity markets: Does ownership concentration matter? *International Review of Law and Economics*, 28(1), 32–45.
- Onwuegbuzie, A. J., & Leech, N. L. (2006). Linking research questions to mixed methods data analysis procedures 1. *The Qualitative Report*, 11(3), 474–498.
- Orléan, A. (1999). *Le pouvoir de la finance*. Odile Jacob.

- Orléan, A. (2004a). Efficience, finance comportementale et convention: une synthèse théorique. *Les crises financières, Rapport de Conseil d'Analyse Economique*, 50, 241–270.
- Orléan, A. (2004b). L'économie des conventions: définitions et résultats. *Analyse économique des conventions*, 2, 9–48.
- Orstman, O. (1983). Les nouveaux critères de gestion des entreprises américaines. *Revue française de gestion*, (41), 6–10.
- Osterwalder, A., Pigneur, Y., Bernarda, G., & Smith, A. (2014). *Value proposition design: how to create products and services customers want*. Hoboken: John Wiley & Sons.
- Osterwalder, A., Pigneur, Y., Oliveira, M. A.-Y., & Ferreira, J. J. P. (2011). Business Model Generation: A handbook for visionaries, game changers and challengers. *African journal of business management*, 5(7), 8918–8932.
- Osterwalder, A., Pigneur, Y., & Tucci, C. L. (2005). Clarifying Business Models: Origins, present, and future of the concept. *Communications of the association for Information Systems*, 16(1), 1.
- O'Sullivan, M. (2002). Le rôle du marché boursier dans les systèmes nationaux de gouvernance. *Revue française de gestion*, no 141(5), 347–375.
- Othmani Gharbi, H. (2010). *Investisseurs institutionnels et performance des entreprises* (PhD Thesis). Aix-Marseille 3.
- Ouattara, A. (2017). Impact de la publication des notes financières sur les cours et les volume de transaction des sociétés cotées sur la BRVM: Une analyse à partir des études d'événement.
- Oxibar, B. (2003). *La diffusion d'information sociétale dans les rapports annuels et les sites internet des entreprises françaises* (PhD Thesis). Université Paris Dauphine-Paris IX.
- Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 53(1), 27–64.
- Pagano, M., Randl, O., Röell, A. A., & Zechner, J. (2001). What makes stock exchanges succeed? Evidence from cross-listing decisions. *European Economic Review*, 45(4), 770–782.
- Page, M. (2014). Business Models as a basis for regulation of financial reporting. *Journal of Management & Governance*, 18(3), 683–695.
- Page, M., & Spira, L. F. (2016). Corporate governance as custodianship of the Business Model. *Journal of Management & Governance*, 20(2), 213–228.
- Page, M., & Spira, L. F. (2016). Special issue on “Business Models, financial reporting and corporate governance”. *Journal of Management & Governance*, 20(2), 209–211.
- Palpacuer, F., Pérez, R., Tozanli, S., & Brabet, J. (2006). Financiarisation et globalisation des stratégies d'entreprise: le cas des multinationales agroalimentaires en Europe. *Finance, contrôle, stratégie*, 9(3), 165–189.
- Paquette, D. (2005). L'étude des documents écrits par la méthode des traceurs. *Recherches qualitatives*, 2, 62–69.
- Parienté, S., Ducassy, I., & Martinez, I. (2003). Taille et création de valeur: une étude empirique sur des groupes français. *Revue Science de Gestion*, (36).

- Parmentier, G., & Gandia, R. (2016). Gérer l'ouverture dans un *Business Model* multiface: Le cas du jeu vidéo en ligne. *Revue Française de Gestion*, 42(254), 107–128.
- Pati, R. K., Nandakumar, M. K., Ghobadian, A., Ireland, R. D., & O'Regan, N. (2018). Business Model design–performance relationship under external and internal contingencies: Evidence from SMEs in an emerging economy. *Long Range Planning*.
- Paudyal, K., Saadouni, B., & Briston, R. J. (1998). Privatisation initial public offerings in Malaysia: Initial premium and long-term performance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 6(5), 427–451.
- Pearce, J. A., & Zahra, S. A. (1992). Board composition from a strategic contingency perspective. *Journal of management studies*, 29(4), 411–438.
- Pejovich, S. (2012). *Economic analysis of institutions and systems* (Vol. 33). Springer Science & Business Media.
- 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.
- Penrose, E. T. (1959). The theory of the growth of the firm. *New York: Sharpe*.
- Pérez, R. (2003). La gouvernance d'entreprise. *Collection Repères, Paris*.
- Périer, F. (1995). L'organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) et le rôle des régulateurs boursiers dans l'internationalisation des marchés. *Revue d'économie financière*, (33), 123–133.
- Pesqueux, Y. (2017). *Robert E. Freeman et la théorie des parties prenantes en question*. Université de Paris Dauphine.
- Petitt, B. S. P. (2002). La méthodologie des études d'événements sur longue période. *Banque & Marchés*, (59), 56–64.
- Pfeffer, J. (1973). Size, composition, and function of hospital boards of directors: A study of organization-environment linkage. *Administrative science quarterly*, 349–364.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). The external control of organisations. *New York*, 175.
- Phillips, D. C., & Burbules, N. C. (2000). *Postpositivism and educational research*. Rowman & Littlefield.
- Phillips, R., Freeman, R. E., & Wicks, A. C. (2003). What stakeholder theory is not. *Business Ethics Quarterly*, 13(4), 479–502.
- Pi, L., & Timme, S. G. (1993). Corporate control and bank efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 17(2–3), 515–530.
- Piaget, J. (1967). Logique et connaissance scientifique.
- Pigé, B. (1996). La probabilité de rotation des PDG: une mesure du pouvoir de révocation du conseil d'administration. *Revue d'économie politique*, 106(5), 889–912.
- Piot, C., & Missonier-Piera, F. (2007). Corporate governance, audit quality and the cost of debt financing of French listed companies. *Communication présentée au 28ème Congrès de l'Association Francophone de Comptabilité, Poitiers*.
- Pitariu, A. H., & Ployhart, R. E. (2010). Explaining change: Theorizing and testing dynamic mediated longitudinal relationships. *Journal of Management*, 36(2), 405–429.

- Pitelis, C. N., & Wahl, M. W. (1998). Edith Penrose: Pioneer of stakeholder theory. *Long Range Planning*, 31(2), 252–261.
- Plihon, D. (1999). Les investisseurs institutionnels, nouveaux acteurs de la finance internationale. *CAHIERS FRANCAIS-PARIS*-, 33–40.
- Podolny, J. M., & Page, K. L. (1998). Network forms of organization. *Annual review of sociology*, 24(1), 57–76.
- Poincelot, E., & Poincelot, D. (2017). La gestion managériale du flottant ou du prix d'offre: un enjeu de réussite de l'introduction en bourse sur Euronext Paris? *Finance Contrôle Stratégie*, (20–1).
- Poincelot, M.-A. (2007). *L'utilisation des indirubines en photochimiothérapie: évaluation de vingt-neuf molécules* (PhD Thesis).
- Popper, K. R. (1959). The logic of scientific discovery New York. *Google Scholar*.
- Poppo, L., & Zenger, T. (1998). Testing alternative theories of the firm: transaction cost, knowledge-based, and measurement explanations for make-or-buy decisions in information services. *Strategic management journal*, 853–877.
- Porter, M. E. (1992). Capital disadvantage: America's failing capital investment system. *Harvard Business Review*, 70(5), 65–82.
- Porter, Michael E., & de Lavergne, P. (1986). L'avantage concurrentiel.
- Poulain-Rehm, T. (2006). Qu'est-ce qu'une entreprise familiale? *La Revue des Sciences de Gestion*, (3), 77–88.
- Pound, J. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of financial economics*, 20, 237–265.
- Powell, T. C. (2001). Competitive advantage: logical and philosophical considerations. *Strategic management journal*, 22(9), 875–888.
- Powell, T. C., Lovallo, D., & Fox, C. R. (2011). Behavioral strategy. *Strategic Management Journal*, 32(13), 1369–1386.
- Prahalad, C. K. (1994). Corporate governance or corporate value added?: Rethinking the primacy of shareholder value.
- Prencipe, A. (2016). Board composition and innovation in university spin-offs: evidence from the Italian context. *Journal of technology management & innovation*, 11(3), 33–39.
- Priem, R. L., Wenzel, M., & Koch, J. (2017). Demand-side strategy and Business Models: Putting value creation for consumers center stage. *Long Range Planning*.
- Pucci, T., Nosi, & Zanni, L. (2017). Firm capabilities, Business Model design and performance of SMEs. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 24(2), 222–241.
- 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.
- Raffournier, B. (1995). The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies. *European accounting review*, 4(2), 261–280.

- Raffournier, B. (2012). *Les normes comptables internationales (IFRS)*. Economica.
- Rainelli-Le Montagner, H. (2006). La théorie financière classique: une parenthèse de 50 ans? *Gérer et comprendre*, 84, 24–33.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1998). Which capitalism? Lessons from the east Asian crisis. *Journal of Applied Corporate Finance*, 11(3), 40–48.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (2000). *The governance of the new enterprise*. National Bureau of Economic Research.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (2003). The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century. *Journal of financial economics*, 69(1), 5–50.
- Rashid, A. (2010). CEO duality and firm performance: Evidence from a developing country. *Corporate Ownership and Control*, 8(1), 163–175.
- Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1991). CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis. *Strategic Management Journal*, 12(2), 155–160.
- Reed, M. (2005). Reflections on the ‘realist turn’ in organization and management studies. *Journal of Management Studies*, 42(8), 1621–1644.
- Reese, W. A., & Weisbach, M. S. (2002). Protection of minority shareholder interests, cross-listings in the United States, and subsequent equity offerings. *Journal of financial economics*, 66(1), 65–104.
- Renders, A., & Gaeremynck, A. (2007). The impact of legal and voluntary investor protection on the early adoption of International Financial Reporting Standards (IFRS). *De Economist*, 155(1), 49–72.
- Renneboog, L., Szilagyi, P. G., & Vansteenkiste, C. (2017). Creditor rights, claims enforcement, and bond performance in mergers and acquisitions. *Journal of International Business Studies*, 48(2), 174–194.
- Reuer, J. J., Tong, T. W., & Wu, C.-W. (2012). A Signaling Theory of Acquisition Premiums: Evidence from IPO Targets. *Academy of Management Journal*, 55(3), 667–683.
- Rieunier, S., & Volle, P. (2002). Tendances de consommation et stratégies de différenciation des distributeurs. *Décisions Marketing*, 19–30.
- Ritter, J. R. (1991). The long-run performance of initial public offerings. *The journal of finance*, 46(1), 3–27.
- Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *The Journal of Finance*, 57(4), 1795–1828.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of financial economics*, 15(1–2), 187–212.
- Rodrik, D. (2005). Growth strategies. *Handbook of economic growth*, 1, 967–1014.
- Roe, M. J. (2000). Political preconditions to separating ownership from corporate control. *Stanford Law Review*, 539–606.
- Roe, M. J. (2001). The shareholder wealth maximization norm and industrial organization. *University of Pennsylvania Law Review*, 149(6), 2063–2081.
- Roe, M. J. (2003). *Political determinants of corporate governance: Political context, corporate impact*. Oxford University Press on Demand

- Romdhane, M. (2015). Impact de la structure de propriété et de la gouvernance sur la structure du capital des entreprises Tunisiennes. *Recherches en Sciences de Gestion*, 108(3), 113.
- Roosenboom, P., van der Goot, T., & Mertens, G. (2003). Earnings management and initial public offerings: Evidence from the Netherlands. *The International Journal of Accounting*, 38(3), 243–266.
- Rossouw, G. J. (2005). Business ethics and corporate governance in Africa. *Business & Society*, 44(1), 94–106.
- Roubaud, F. (2003). La crise vue d'en bas à Abidjan : ethnicité, gouvernance et démocratie. *Afrique contemporaine*, n° 206(2), 57–86.
- Rowley, T. J. (1997). Does relational context matter? An empirical test of a network theory of stakeholder influences. *Research in stakeholder theory*, 1998, 21–37.
- Royer, I., & Zarlowski, P. (2003). *Méthodes de recherche en Management*, chapitre 8. Dunod, Paris.
- Rugman, A. M., & Verbeke, A. (2002). Edith Penrose's contribution to the resource-based view of strategic management. *Strategic management journal*, 23(8), 769–780.
- Rumelt, R. P. (1987). Theory, strategy, and entrepreneurship. *The competitive challenge*, 137, 158.
- Rutherford, M. (1994). JA Hobson and American institutionalism: underconsumption and technological change. In *JA Hobson after Fifty Years* (p. 188–210). Springer.
- Rutherford, M. (2003). On the Economic Frontier: Walton Hamilton, Institutional Economics, and Education. *History of Political Economy*, 35(4), 611–653.
- Saci, F., & Aliouat, B. (2014). La création de valeur boursière des partenariats stratégiques et des fusions-acquisitions" Cas des sociétés du SBF 250". Consulté à l'adresse <https://hal-unice.archives-ouvertes.fr/halshs-01068790/>
- Sahut, J.-M., & Gharbi, H. O. (2010a). Activisme des investisseurs institutionnels: cadre général et facteurs d'influence. *La Revue des sciences de gestion*, (3), 25–33.
- Saïas, M. A., & Greffeuille, J. (2009). Stratégie et création de valeur. *Revue française de gestion*, 35(196), 113–130.
- Sall, M. B. (2013a). Déterminants de la compétitivité financière des PME Sénégalaises. *Africa Development*, 38(1&2), 51–80.
- Sall, M. B. (2013b). Flexibilité financière des sociétés conjointes au Sénégal. *La Revue des Sciences de Gestion*, (1), 119–129.
- Samuelson, P. A. (1965). Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly. *IMR; Industrial Management Review (pre-1986)*, 6(2), 41.
- Santis, G., & Gerard, B. (1997). International asset pricing and portfolio diversification with time-varying risk. *The Journal of Finance*, 52(5), 1881–1912.
- Sapienza, H. J., Autio, E., George, G., & Zahra, S. A. (2006). A capabilities perspective on the effects of early internationalization on firm survival and growth. *Academy of management review*, 31(4), 914–933.

- Schaltegger, S., Lüdeke-Freund, F., & Hansen, E. G. (2012). Business cases for sustainability: the role of Business Model innovation for corporate sustainability. *International Journal of Innovation and Sustainable Development*, 6(2), 95–119.
- Schaltegger, S., & Wagner, M. (2011). Sustainable entrepreneurship and sustainability innovation: categories and interactions. *Business strategy and the environment*, 20(4), 222–237.
- Schumpeter, J. A. (1934). *The schumptr: Theory economic development*. Harvard University Press.
- Schweizer, L. (2005). Concept and evolution of Business Models. *Journal of General Management*, 31(2), 37–56.
- Selig, J. P., & Preacher, K. J. (2009). Mediation Models for Longitudinal Data in Developmental Research. *Research in Human Development*, 6(2–3), 144–164.
- Semadeni, M., Withers, M. C., & Trevis Certo, S. (2014). The perils of endogeneity and instrumental variables in strategy research: Understanding through simulations. *Strategic Management Journal*, 35(7), 1070–1079.
- Sentis, P. (2005). Introduction en bourse. *Revue française de gestion*, (5), 225–244.
- Sentis, P., & others. (2001). *Les performances opérationnelles et boursières des introductions en bourse: le cas français 1991-1995*. Montpellier University, Center for Research in Finance.
- SERVAIR. (2006). *Rapport annuel de SERVAIR ABIDJAN CI*.
- Sharma, S., Durand, R. M., & Gur-Arie, O. (1981). Identification and analysis of moderator variables. *Journal of marketing research*, 291–300.
- Sharpe, W. F. (1966). Mutual fund performance. *The Journal of business*, 39(1), 119–138.
- Shaw, E. S. (1973). Financial deepening in economic development. Consulté à l'adresse <http://agris.fao.org/agris-search/search.do?recordID=XF2015011329>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy*, 94(3, Part 1), 461–488.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997a). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737–783.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997b). The limits of arbitrage. *The Journal of Finance*, 52(1), 35–55.
- Shleifer, A., & Wolfenzon, D. (2002). Investor protection and equity markets. *Journal of Financial Economics*, 66(1), 3–27.
- Siegel, J., & Roe, M. (2009). *Political Stability: Its Effects on Financial Development, Its Roots in the Severity of Economic Inequality*. Working paper. Harvard University.
- Silverman, B. S. (2017). Organizational Economics. In *The Blackwell Companion to Organizations* (p. 467–493). Wiley-Blackwell.
- Singh, S., Tabassum, N., Darwish, T. K., & Batsakis, G. (2018). Corporate Governance and Tobin's Q as a Measure of Organizational Performance. *British Journal of Management*, 29(1), 171–190.
- Skolnik, M. L., & Jones, G. A. (1997). Governing boards in Canadian universities. *The Review of Higher Education*, 20(3), 277–295.

- Smith, A., Vo's s, J.-P., & Grin, J. (2010). Innovation studies and sustainability transitions: The allure of the multi-level perspective and its challenges. *Research policy*, 39(4), 435–448.
- Smith, J. K. (1983). Quantitative versus qualitative research: An attempt to clarify the issue. *Educational researcher*, 12(3), 6–13.
- Smith Jr, C. W., & Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of financial Economics*, 32(3), 263–292.
- Smith, S. C., & Chun, H. (2003). New issues in emerging markets: determinants, effects, and stock market performance of IPOs in Korea. *Journal of Emerging Market Finance*, 2(3), 253–285.
- SOLIBRA. (2000). *Rapport annuel SOLIBRA SA*.
- Solnik, B. H. (1974). An equilibrium model of the international capital market. *Journal of economic theory*, 8(4), 500–524.
- Soobaroyen, T., Tsamenyi, M., & Sapra, H. (2017). Accounting and governance in Africa – contributions and opportunities for further research. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 7(4), 422–427.
- Stafsudd, A. (2009). Corporate networks as informal governance mechanisms: A small worlds approach to Sweden. *Corporate Governance: An International Review*, 17(1), 62–76.
- Standard & Poor. (2002). Standard & Poor's Corporate Governance Scores: Criteria, Methodology and Definitions.
- Standard, P. (1998). Standard & Poor's Corporate Governance Scores Criteria, Methodology and Definitions. *The Inside Material*, 8.
- Staw, B. M., Sandelands, L. E., & Dutton, J. E. (1981). Threat rigidity effects in organizational behavior: A multilevel analysis. *Administrative science quarterly*, 501–524.
- Steinmetz, G. (2005). Introduction. Positivism and its others in the social sciences.
- Stiglitz, J. E. (1985). Information and economic analysis: a perspective. *The Economic Journal*, 95, 21–41.
- Stiglitz, J. E. (2002). Information and the Change in the Paradigm in Economics. *American Economic Review*, 92(3), 460–501.
- Subramanyam, K. R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of accounting and economics*, 22(1), 249–281.
- Tang, J. (2017). CEO duality and firm performance: The moderating roles of other executives and blockholding outside directors. *European Management Journal*, 35(3), 362–372.
- Tanriverdi, H., & Venkatraman, N. (2005). Knowledge relatedness and the performance of multibusiness firms. *Strategic Management Journal*, 26(2), 97–119.
- Teece, D. J. (2010). Business Models, business strategy and innovation. *Long range planning*, 43(2–3), 172–194.
- Teece, D. J., Rumelt, R., Dosi, G., & Winter, S. (1994). Understanding corporate coherence: Theory and evidence. *Journal of economic behavior & organization*, 23(1), 1–30.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 53(6), 1935–1974.

- Teoh, S. H., Wong, T. J., & Rao, G. R. (1998). Are accruals during initial public offerings opportunistic? *Review of accounting studies*, 3(1), 175–208.
- Tesar, L. L., & Werner, I. M. (1995). Home bias and high turnover. *Journal of international Money and Finance*, 14(4), 467–492.
- Thaler, R. H. (2015). *Misbehaving: The making of behavioral economics*. WW Norton & Company.
- Thiétart, R.-A., & al. (2014). *Méthodes de recherche en management*. Paris, Dunod.
- Tikkanen, H., Lamberg, J.-A., Parvinen, P., & Kallunki, J.-P. (2005). Managerial cognition, action and the Business Model of the firm. *Management decision*, 43(6), 789–809.
- Tirole, J. (2001, janvier). Corporate Governance. *Econometrics*, Vol. 69, No. 1., p. 1–35.
- Toe, S. D., Hollandts, X., & Valiorgue, B. (2017). La « face cachée » de l'actionnariat salarié : Etude empirique sur l'indice SBF 120 (2000-2014). *Finance Contrôle Stratégie*, (20–1).
- TOTAL CI. (2000). *Rapport annuel TOTAL Côte d'Ivoire*.
- Tracey, P., & Jarvis, O. (2007). Toward a theory of social venture franchising. *Entrepreneurship theory and practice*, 31(5), 667–685.
- Trébucq, S. (2002). L'actionnariat salarié dans les entreprises familiales du SBF250: un outil de création de valeur. *Finance Contrôle Stratégie*, 5(4), 107–135.
- Treynor, J. L. (1965). How to rate management of investment funds. *Harvard business review*, 43(1), 63–75.
- Tsionas, M. G., Merikas, A. G., & Merika, A. A. (2012). Concentrated ownership and corporate performance revisited: The case of shipping. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, 48(4), 843–852.
- Turki, A., & Omri, A. (2008). Nature de propriété et divulgation volontaire des informations dans les entreprises tunisiennes cotées. *Gestion 2000*, 25(2).
- Tuzzolino, F., & Armandi, B. R. (1981). A need-hierarchy framework for assessing corporate social responsibility. *Academy of management review*, 6(1), 21–28.
- Ullah, S., Akhtar, P., & Zaefarian, G. (2018). Dealing with endogeneity bias: The generalized method of moments (GMM) for panel data. *Industrial Marketing Management*.
- UNCTAD. (2018). *World investment report: Investment and new industrial policies*. United Nations, New York and Geneva.
- Van der Maren, J.-M. (1996). *Méthodes de recherche pour l'éducation*. Presses de l'Université de Montréal et de Boeck.
- Vanacker, T. R., & Manigart, S. (2010). Pecking order and debt capacity considerations for high-growth companies seeking financing. *Small Business Economics*, 35(1), 53–69.
- Vanappelghem, 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* (PhD Thesis). Université Grenoble Alpes.
- Vance, S. C. (1983). *Corporate leadership: Boards, directors, and strategy*. McGraw-Hill Companies.
- Venkatraman, N., & Henderson, J. C. (1998). Real strategies for virtual organizing. *Sloan management review*, 40(1), 33–48.

- Vermaelen, T. (1981). Common stock repurchases and market signalling: An empirical study. *Journal of financial economics*, 9(2), 139–183.
- Vernimmen, P. (2002). Finance d'entreprise.
- Vernimmen, P. (2005). Finance d'entreprise. *Dalloz. 6ème édition par Pascal Quiry et Yann Lefur*.
- Vernon, R. (1971). Sovereignty at bay: The multinational spread of US enterprises. *The International Executive*, 13(4), 1–3.
- Verstraete, T., & Jouison, E. (2007). Trois théories pour conceptualiser la notion de Business Model en contexte de création d'entreprise. In *16th conference of the International Association of Strategic Management (AIMS), Montreal, Canada*.
- Verstraete, T., & Jouison-Laffitte, E. (2009). *Business Model pour entreprendre : le modèle GRP: théorie et pratique*. De Boeck.
- Verstraete, T., & Jouison-Laffitte, E. (2011). *A Business Model for entrepreneurship*. Edward Elgar Publishing.
- Villarón-Peramato, Ó., Martínez-Ferrero, J., & García-Sánchez, I.-M. (2018). CSR as entrenchment strategy and capital structure: corporate governance and investor protection as complementary and substitutive factors. *Review of Managerial Science*, 12(1), 27–64.
- Visnjic, I., Wiengarten, F., & Neely, A. (2016). Only the Brave: Product Innovation, Service Business Model Innovation, and Their Impact on Performance: Only the Brave. *Journal of Product Innovation Management*, 33(1), 36–52.
- Viviani, J.-L. (2018). Investissement à impact social : une approche financière. *Marché et organisations*, (31), 173–192. <https://doi.org/10.3917/maorg.031.0173>
- Volle, P., Dion, D., Héliès-Hassid, M.-L., & Sabbah, S. (2008). Les Business Models dans la distribution. *Revue française de gestion*, (181), 123–144.
- Von Hippel, E., & Katz, R. (2002). Shifting innovation to users via toolkits. *Management science*, 48(7), 821–833.
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance-financial performance link. *Strategic management journal*, 303–319.
- Wagana, D. M., & Nzulwa, J. D. (2016). Corporate Governance, Board Gender Diversity And Corporate Performance: A Critical Review Of Literature. *European Scientific Journal, ESJ*, 12(7).
- Wagner, M. (2007). Integration of environmental management with other managerial functions of the firm: empirical effects on drivers of economic performance. *Long Range Planning*, 40(6), 611–628.
- Walsh, J. P., & Seward, J. K. (1990). On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms. *Academy of Management review*, 15(3), 421–458.
- Walter, C. (1996). Une histoire du concept d'efficience sur les marchés financiers. *Annales*, 873–905.
- Wang, K., & Shailer, G. (2015). Ownership concentration and firm performance in emerging markets: a meta-analysis. *Journal of Economic Surveys*, 29(2), 199–229.
- Wang, X., Cao, J., Liu, Q., Tang, J., & Tian, G. G. (2015). Disproportionate ownership structure and IPO long-run performance of non-SOEs in China. *China Economic Review*, 32, 27–42.

- Warner, J. B., Watts, R. L., & Wruck, K. H. (1988). Stock prices and top management changes. *Journal of financial Economics*, 20, 461–492.
- Warnier, V., Lecocq, X., & Demil, B. (2004). Le Business Model: l’oublié de la stratégie? In *présenté à la 13ème Conférence Internationale de Management Stratégique* (p. 2–4).
- Watts, R., & Zimmerman, J. (1986). Positive theory of accounting. *Englewood Cliffs, NY: Prentice-Hall*.
- Webb, E., & Weick, K. E. (1979). Unobtrusive measures in organizational theory: A reminder. *Administrative Science Quarterly*, 24(4), 650–659.
- Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of financial Economics*, 20, 431–460.
- Welch, I. (1989). Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 44(2), 421–449.
- Welch, I. (2000). Herding among security analysts. *Journal of Financial economics*, 58(3), 369–396.
- Wernerfelt, B. (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic management journal*, 5(2), 171–180.
- Williamson. (1985a). 1985 The economic institutions of capitalism. New York: Free Press.
- Williamson, O. E. (1963). Managerial discretion and business behavior. *The American Economic Review*, 53(5), 1032–1057.
- Williamson, O. E. (1975). Markets and hierarchies. *New York*, 2630.
- Williamson, O. E. (1983). Credible commitments: Using hostages to support exchange. *The American Economic Review*, 73(4), 519–540.
- Williamson, O. E. (1985b). *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, markets, relational Contracting*. Free Press.
- Williamson, O. E. (1988). Corporate finance and corporate governance. *The journal of finance*, 43(3), 567–591.
- Williamson, O. E. (1993). The economic analysis of institutions and organisations-in general and with respect to country studies.
- Winter, S. G., & Szulanski, G. (2001). Replication as strategy. *Organization science*, 12(6), 730–743.
- 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.
- Wirtz, P. (2004). Meilleures pratiques de gouvernance, théorie de la firme et modèles de création de valeur: une appréciation critique des codes de bonne conduite. *Résumé*
- Wood, D. J. (1991). Corporate social performance revisited. *Academy of management review*, 16(4), 691–718.
- Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, u Cambridge. The MIT Press.
- Xiaoyue, C., & Xiaodong, X. (2001). Equity Structure, Firm Performance and the Protection for Investors’ Interest [J]. *Economic Research Journal*, 11(6), 3–11.
- Yang, T., & Zhao, S. (2014). CEO duality and firm performance: Evidence from an exogenous shock to the competitive environment. *Journal of Banking & Finance*, 49, 534–552.

- Yartey, C. A. (2007). Macroeconomic and institutional determinants of stock market development in Africa. *Management and Economic Development in Sub-Saharan Africa: Theoretical and Applied Perspectives*, (1), 166.
- Yeung, J. C. K. (2018). Nonlinear Effect of Board Size on Corporate Performance: Impact of the Cultural Backgrounds of Directors in Hong Kong. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 47(1), 107–
- Yigbedek, Z. (2015). Structure de propriété et performance des entreprises d'assurance du Cameroun. *Revue Subsaharienne d'économie et de finance = The Subsahararan review of economics and finance*, 7(5), 3–35.
- Yin, J., & Zhang, Y. (2012). Institutional Dynamics and Corporate Social Responsibility (CSR) in an Emerging Country Context: Evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 111(2), 301–316.
- Yong, H. (1994). *Economie néo-institutionnelle et développement: une analyse synthétique*.
- Yunus, M., Moingeon, B., & Lehmann-Ortega, L. (2010). Building social Business Models: lessons from the Grameen experience. *Long range planning*, 43(2–3), 308–325.
- Zarafat, H. (2012). The Performance Of Initial Public Offerings: An Empirical Study Of Bursa Malaysia.
- Zarafat, H., & Vejzagic, M. (2014). The Long-Term Performance of Initial Public Offerings: Evidence from Bursa Malaysia.
- Zenisek, T. J. (1979). Corporate social responsibility: A conceptualization based on organizational literature. *Academy of management review*, 4(3), 359–368.
- Zerni, M., Kallunki, J.-P., & Nilsson, H. (2010). The entrenchment problem, corporate governance mechanisms, and firm value. *Contemporary Accounting Research*, 27(4), 1169–1206.
- Zhang, Haoifei. (2017). *Product Market Competition and Corporate Governance: Substitutes or Complements? Evidence from CEO Duality* (SSRN Scholarly Paper No. ID 3088768). Rochester, NY: Social Science Research Network.
- Zhang, Hongliang, Wang, M., & Jiang, J. (2017). Investor protection and stock crash risk. *Pacific-Basin Finance Journal*, 43, 256–266.
- Zhao, X., Lynch Jr, J. G., & Chen, Q. (2010). Reconsidering Baron and Kenny: Myths and truths about mediation analysis. *Journal of consumer research*, 37(2), 197–206.
- Zhou, J., & Lan, W. (2017). Investor protection and cross-border acquisitions by Chinese listed firms: The moderating role of institutional shareholders. *International Review of Economics & Finance*.
- Zingales, L. (1998). Corporate Governance. *The New Palgrave, Dictionary of Economics and the Law* (P.Newman).
- Zingales, L. (2000). In search of new foundations. *The journal of Finance*, 55(4), 1623–1653.
- Zingales, L. (2015). Presidential address: Does finance benefit society? *The Journal of Finance*, 70(4), 1327–1363.
- Zola, É. (1891). L'argent. *Paris, Livre de Poche*.
- Zott, C. (2003). Dynamic capabilities and the emergence of intraindustry differential firm performance: insights from a simulation study. *Strategic management journal*, 24(2), 97–125.

- Zott, C., & Amit, R. (2002). *Measuring the performance implications of Business Model design: evidence from emerging growth public firms*. Insead Fontainebleau.
- Zott, C., & Amit, R. (2007). Business Model design and the performance of entrepreneurial firms. *Organization science*, 18(2), 181–199.
- Zott, C., & Amit, R. (2008). The fit between product market strategy and Business Model: implications for firm performance. *Strategic Management Journal*, 29(1), 1–26.
- Zott, C., & Amit, R. (2010). Business Model design: an activity system perspective. *Long range planning*, 43(2), 216–226.
- Zott, C., Amit, R., & Massa, L. (2010). The Business Model: Theoretical roots, recent developments, and future research. *IESE business school-University of Navarra*, 1–43.
- Zott, C., Amit, R., & Massa, L. (2011). The Business Model: recent developments and future research. *Journal of management*, 37(4), 1019–1042.
- Zucker, L. G. (1991). Postscript: Microfoundations of institutional thought. *The new institutionalism in organizational analysis*, 103, 106.

ANNEXES

ANNEXE 1 : Formulaire de collecte des données relatives à l'indice de gouvernance par société à travers les rapports des sociétés (méthode interprétative)

Nom de la société :

Indices de gouvernance	(1 pour oui 0 pour non)				
Années	2000	2001	2002	...	2014
Structure, composition et fonctionnement du conseil d'administration (Govindex1)					
La taille du conseil d'administration est comprise entre 3 et 12					
Les fonctions de Dirigeant et de Président du CA sont séparées					
L'adoption un conseil d'administration bicaméral (CA et conseil directoire)					
Le Directeur n'est pas membre du CA					
La biographie des membres du CA est indiquée					
Les changements de membres du CA sont indiqués					
Structure de propriété (Govindex2)					
Présence d'actionnaire majoritaire (Plus de 10 %)					
Les actions sont concentrées dans les mains d'au plus 5 actionnaires majoritaires					
Pratiques d'actionariat salarié					
Transparence, publication de l'information comptable et audit (Govindex3)					
Publication des pratiques de gouvernance de la société					
Divulgaration du paiement des honoraires de consultants et des auditeurs					
Existence de comité d'audit interne					
Reporting annuel de la structure de propriété					
Conseil de rémunération (Govindex4)					

La compensation du Président du CA et des autres administrateurs est connue et publié					
Compensation sous forme de bonus d'action					
Ethique (Govindex5)					
Le code d'éthique existe et publié					
Le comité éthique existe					
Effectivité des normes ISO et pratiques RSE					

Adapté de Black et al. (2006)

ANNEXE 2: Formulaire de collecte des données relatives au Business Model par l'interprétation des rapports des sociétés

Nom de la société :

Items du Business Model	(1 pour oui 0 pour non)			
Année	2000			2014
BUSINESS MODEL ORIENTE INNOVATION (BM1)				
Le BM offre une nouvelle combinaison de produits, services et d'information				
Le BM met en relation plusieurs participants				
Le BM donne accès à une variété et un nombre de participants ou de biens sans précédent				
Le BM met en relation les participants d'une nouvelle manière				
Au moins un brevet lié au BM de l'entreprise a été primé				
Ampleur du BM par rapport au secret commercial et au droit de propriété intellectuelle				
Globalement, le Business Model de l'entreprise est nouveau.				
LOCK-IN (BM2)				
La politique de fabrication implique les parties prenantes bien définies				
Une partie de la fonction marketing est assurée par les clients ou les vendeurs				
Les distributeurs des produits et service de l'entreprise interviennent dans la structure des activités				
Les distributeurs des produits et service de l'entreprise interviennent dans le contenu des activités				
Les distributeurs des produits et service de l'entreprise interviennent dans la gouvernance des activités				
La production est faite en réseau avec les partenaires				
Externalisation de certaines activités				
Complémentarité (BM3)				
Synergies entre les activités économiques (aboutissant à des rendements croissants)				
Certaines transactions sont soustraites au marché pour être réalisées au sein de la firme				
Formation en réseau des clients et des employés				
Regroupement spatial des activités				
Internationalisation (pour accéder à des compétences externes ou transférer des activités)				
BUSINESS MODEL ORIENTE EFFICIENCE (BM4)				
Les coûts d'inventaire des participants au Business Model sont réduits				
Les transactions sont simples selon les utilisateurs				
Les coûts liés aux ventes sont réduits (Marketing, ventes, processus des transactions)				
Le Business Model est évolutif (Petite et grande transaction)				
Le Business Model permet aux participants de prendre des décisions bien informées				
L'information sur tous les intervenants est fournie				
Le Business Model permet l'agrégation des demandes				
Modèle de tenue de comptabilité (BM5)				
Méthode d'enregistrement basée sur la « juste valeur »				
Le principe de prééminence de la réalité économique sur l'apparence juridique				
La comptabilité d'intention : Perspective de croissance				
Publication de l'information financière analysée				

Source : Adapté de Zott et Amit (2002)

ANNEXE 3 : Liste des sociétés non-financières cotées de l'échantillon de l'étude

No	SOCIETE	1er Actionnaire %
1	AIR LIQUIDE	0,7208
2	BERNABE CI	0,6045
3	BOLLORE TRANS. & LOG. CI	0,7761
4	CFAO MOTORS CI	0,9585
5	CIE CI	0,5402
6	CROWN	0,8524
7	FILTISAC CI	0,3581
8	MOVIS CI	0,718
9	NEI-CEDA CI	0,4172
10	NESTLE CI	0,7956
11	PALM CI	0,416
12	SAPH CI	0,4337
13	SERVAIR ABIDJAN CI	0,8566
14	SETAO CI	0,7861
15	SICABLE	0,51
16	SICOR	0,7044
17	SITAB	0,5992
18	SMB	0,5465
19	SODECI	0,4607
20	SOGB	0,6517
21	SOLIBRA	0,8161
22	SONATEL	0,4233
23	TOTAL CI	0,4702
24	TRACTAFRIC CI	0,8594
25	UNLC-UNILIVER CI	0,8998
26	UNIWAX CI	0,7804

ANNEXE 4 : Synthèse des données utilisées

1- Synthèse des données financières

Année	id	CA	VA	EBE	RN	CB	FP	Nbr.ACT	BPA	DIV	Dette	TA	ROA	Q	lnTA
2000	AIR LIQUIDE	5 532	2 707	2 557	516	3 668	3 507	873 400	590,7945958	450	3507	6339	0,081413895	1,025402335	8,75431854
2001	AIR LIQUIDE	5 728	2 636	1 082	506	3 668	3 576	873 400	579,3450882	450	2548	6088	0,083114323	1,015111695	8,7140749
2002	AIR LIQUIDE	5 379	2 508	1 134	544	3 668	3 684	873 400	622,8532173	450	2548	6232	0,087291399	0,997432606	8,737452588
2003	AIR LIQUIDE	5 105	2 158	781	347	3 668	3 594	873 400	397,2979162	450	2162	5760	0,060243056	1,012847222	8,658692754
2004	AIR LIQUIDE	5 394	2 294	851	415	3 668	3 571	873 400	475,1545684	450	2140	6311	0,0657582	1,015369989	8,750049422
2005	AIR LIQUIDE	5 583	2 381	926	533	3 668	3 668	873 400	610,2587589	495	2 354	6 030	0,088391376	1	8,70450229
2006	AIR LIQUIDE	5 232	2 381	-777	814	4 367	3 638	873 400	931,9899244	810	2597	6 235	0,130553328	1,116920609	8,737933858
2007	AIR LIQUIDE	5 257	1 828	-832	636	7424	3 488	873 400	728,1886879	900	2533	6 021	0,105630294	1,653712008	8,703008637
2008	AIR LIQUIDE	5 153	1 828	735	417	8297	3 031	873 400	477,4444699	1 080	2 371	6 003	0,069465267	1,877228053	8,700014623
2009	AIR LIQUIDE	5 816	1 894	721	394	7 162	2 376	873 400	451,1106022	900	2539	5 298	0,074367686	1,903359758	8,57508467
2010	AIR LIQUIDE	5 316	2 068	981	777	7 079	2 281	873 400	889,626746	540	989	5 631	0,137986148	1,852068904	8,636042325
2011	AIR LIQUIDE	4 963	1 727	705	512	5 856	2 017	873 400	586,2147928	405	3411	5 964	0,085848424	1,643695506	8,693496676
2012	AIR LIQUIDE	6 812	2 681	1 537	971	7 861	3 209	873 400	1111,747195	630	4215	8108	0,119758263	1,573754317	9,000606508
2 013	AIR LIQUIDE	8 000	2 914	1 495	947	13 926	4 971	873 400	1084,268376	630	4683	11995	0,078949562	1,746561067	9,392245175
2 014	AIR LIQUIDE	8 059	2 457	613	841	14 848	5 200	873 400	962,9035951	630	4700	11120	0,075629496	1,867625899	9,316500568
2000	BERNABE CI	11	1 698	409	114	4 306	7 513	331 200	344,2028986	1 935	2 193	12 583	0,009059843	0,745132321	9,440101976
2001	BERNABE CI	9 842	1 732	677	153	2 948	6 947	331 200	461,9565217	2 700	2 533	9 480	0,016139241	0,578164557	9,156939595
2002	BERNABE CI	9 219	1 467	352	204	5 614	6 244	331 200	615,942029	225	2056	8631	0,023635732	0,927007299	9,063115652
2003	BERNABE CI	9 461	1 499	331	325	3 809	6 280	331 200	981,2801932	270	3013	10162	0,031981893	0,756839205	9,226410552
2004	BERNABE CI	11 564	1 666	511	105	2 981	6 539	331 200	317,0289855	288	1999	11048	0,009503983	0,67795076	9,310004695
2005	BERNABE CI	9 906	1 607	502	417	2 650	6 841	331 200	1259,057971	675	5060	13048	0,031958921	0,678801349	9,476390144
2006	BERNABE CI	12 199	1 943	962	601	3 249	7 184	331 200	1814,613527	747	6129	14877	0,04039793	0,735497748	9,607571675
2007	BERNABE CI	18 688	2 994	1 770	1 122	6 624	8 022	331 200	3387,681159	1 125	7 457	17 300	0,064855491	0,919190751	9,75846178
2008	BERNABE CI	31 250	4 907	2 978	1 785	7 452	9 384	331 200	5389,492754	1 635	15 158	27 010	0,066086635	0,928470937	10,20396245

2009	BERNABE CI	25 701	4 907	2 416	1 459	7 369	10 233	331 200	4405,193237	2 700	6124	17503	0,083357139	0,836370908	9,770127574
2010	BERNABE CI	25 482	4 206	2 059	1 175	6 407	10 407	331 200	3547,705314	3 150	8483	18 891	0,062198931	0,788258959	9,846440897
2011	BERNABE CI	27 810	4 340	2 243	1 175	8 446	11 010	331 200	3547,705314	4 095	8164	19 174	0,061280901	0,86627725	9,861310474
2012	BERNABE CI	36 598	5 385	2 682	2 052	16 560	11 479	331 200	6195,652174	4 905	9614	23177	0,088536049	1,219225957	10,05091569
2013	BERNABE CI	35 278	5 635	2 682	2 010	28 980	11 745	331 200	6068,84058	5 040	12593	27 839	0,072200869	1,619095513	10,23419319
2014	BERNABE CI	39 015	5 992	2 871	2 034	24 575	11 745	331 200	6141,304348	5 400	14127	31 550	0,064469097	1,406656101	10,35932887
2000	BOLLORE TRANS. & LOG. CI	41 947	10 842	2 527	-224	51 513	14 579	599 742	-373,4939357	0	37138	95 922	-0,002335231	1,385042013	11,47129064
2001	BOLLORE TRANS. & LOG. CI	41 113	12 449	4 346	754	51 513	15 339	599 742	1257,207266	678	35505	80 819	0,009329489	1,447592769	11,29996737
2002	BOLLORE TRANS. & LOG. CI	42 756	14 625	6 685	625	51 513	15 833	599 742	1042,114776	828	45874	63 652	0,009819016	1,56054798	11,06118603
2003	BOLLORE TRANS. & LOG. CI	40 822	15 221	6 701	1 467	51 513	16 748	599 742	2446,051802	1 036	36 596	59 118	0,024814777	1,588061166	10,98729073
2004	BOLLORE TRANS. & LOG. CI	38 554	13 989	7 759	2 767	51 513	19 997	599 742	4613,650536	2 370	35 297	54 840	0,050455872	1,574690007	10,91217513
2005	BOLLORE TRANS. & LOG. CI	37 669	12 995	6 228	2 057	51 513	19 997	599 742	3429,808151	3 137	39 456	59844	0,034372702	1,52663592	10,99949646
2006	BOLLORE TRANS. & LOG. CI	65 585	28 924	10 142	3 025	51 513	43 374	1 088 706	2778,527904	4 460	66 267	112213	0,026957661	1,072531703	11,62815413
2007	BOLLORE TRANS. & LOG. CI	62 863	30 579	10 389	3 798	51 513	41 909	1 088 706	3488,545117	4 461	67 961	109892	0,034561206	1,087394897	11,60725334
2008	BOLLORE TRANS. & LOG. CI	66 513	32 024	12 356	4 614	61 664	41 248	1 088 706	4238,05876	4 666	59 412	104 050	0,044344065	1,196213359	11,55262683
2009	BOLLORE TRANS. & LOG. CI	62 801	30 671	11 324	4 067	48 774	39 855	1 088 706	3735,627433	5 303	56374	104 912	0,038765823	1,085014107	11,56087718
2010	BOLLORE TRANS. & LOG. CI	61 875	26 314	6 501	1 946	51 392	35 551	1 088 706	1787,443075	3 428	63665	106 948	0,018195759	1,148118712	11,58009801
2011	BOLLORE TRANS. & LOG. CI	56 189	22 431	2 466	2 244	34 626	33 843	1 088 706	2061,162518	4 660	53643	99 233	0,022613445	1,00789052	11,5052259
2012	BOLLORE TRANS. & LOG. CI	74 186	31 947	12 029	8 212	76 209	38 446	1 088 706	7542,899552	7 562	54675	96 284	0,085289352	1,392204312	11,47505744
2013	BOLLORE TRANS. & LOG. CI	75 354	33 247	11 409	9 825	174 192	36 792	1 088 706	9024,474927	10 798	57579	98 844	0,099399053	2,3900692	11,50129813
2014	BOLLORE TRANS. & LOG. CI	81 596	34 417	8 656	10 320	271 039	31 884	1 088 706	9479,14313	9 482	62583	102 357	0,100823588	3,336479186	11,53622198
2000	CFAO MOTORS CI	28 840	3 984	1 419	-1 486	16 681	6 908	1 112 792	-1335,379837	0	2435	10 525	-0,141187648	1,928551069	9,261508659
2001	CFAO MOTORS CI	32 466	4 573	2 146	507	16 124	7 416	1 112 792	455,6107521	0	5730	17 548	0,028892181	1,496238888	9,772695262
2002	CFAO MOTORS CI	35 430	5 166	2 622	764	15 573	8 179	1 112 792	686,56137	585	3160	9 149	0,083506394	1,808175757	9,121399863
2003	CFAO MOTORS CI	25 103	3 154	1 853	497	11 128	7 953	1 112 792	446,6243467	1 064	2 917	8 716	0,05702157	1,364272602	9,072915696

2004	CFAO MOTORS CI	23 462	3 532	2 182	735	11 128	7 373	1 112 792	660,5007944	904	2957	9779	0,075161059	1,383986093	9,187992508
2005	CFAO MOTORS CI	22 552	4 205	3 004	1 457	7 789	7 712	1 112 792	1309,319262	1 060	2957	14 877	0,097936412	1,005175775	9,607571675
2006	CFAO MOTORS CI	18 844	2 551	1 450	1 652	10 794	8 054	1 112 792	1484,554166	1 202	6 129	14 877	0,111043893	1,184176917	9,607571675
2007	CFAO MOTORS CI	26 417	4 848	3 530	2 481	22 088	9 048	1 112 792	2229,527171	1 805	8 830	17 879	0,13876615	1,729347279	9,791382119
2008	CFAO MOTORS CI	21 446	4 408	3 042	1 975	35 053	8 790	1 112 792	1774,81506	1 531	6 712	15 503	0,127394698	2,694059214	9,648788833
2009	CFAO MOTORS CI	21 229	3 301	2 105	3 504	27 681	10 402	1 112 792	3148,83644	2 784	7904	18306	0,191412652	1,943898175	9,814984154
2010	CFAO MOTORS CI	23 941	3 549	2 176	1 221	20 035	8 182	1 112 792	1097,240095	987	5679	13 859	0,088101595	1,855256512	9,53669012
2011	CFAO MOTORS CI	19 681	2 571	979	357	19 140	7 317	1 112 792	320,8146716	300	10221	17 539	0,020354638	1,674097725	9,772182252
2012	CFAO MOTORS CI	68 263	8 981	5 821	3 592	83 433	21 147	1 813 719	1980,461141	1 629	18399	46 972	0,076471089	2,326024014	10,75730696
2013	CFAO MOTORS CI	63 634	8 446	5 198	3 403	71 098	20 512	1 813 719	1876,255363	1 689	13321	42 374	0,08030868	2,193798084	10,65429025
2014	CFAO MOTORS CI	65 780	7 810	4 466	3 752	83 621	20 512	1 813 719	2068,677673	1 862	23628	46 659	0,080413211	2,35255792	10,75062111
2000	CIE CI	191 574	27 195	3 083	5 612	41 020	21 897	2 800 000	2004,285714	1 584	203 168	225 066	0,024934908	1,084966188	12,32414897
2001	CIE CI	192 371	27 482	2 932	3 995	51 044	20 965	2 800 000	1426,785714	1 170	230 393	251 359	0,015893602	1,119665498	12,43463748
2002	CIE CI	212 585	28 311	2 215	4 426	40 712	21 750	2 800 000	1580,714286	1 591	178 654	200 406	0,022085167	1,094617926	12,20810059
2003	CIE CI	195 197	29 247	4 730	1 842	48 524	18 642	2 800 000	657,8571429	585	183079	201720	0,009131469	1,14813603	12,21463588
2004	CIE CI	216 284	29 379	4 687	842	40 180	17 664	2 800 000	300,7142857	270	192706	210370	0,004002472	1,10703047	12,25662316
2005	CIE CI	212 843	22 598	-5 865	2 319	33 600	19 143	2 800 000	828,2142857	747	39254	200297	0,011577807	1,072177816	12,20755654
2006	CIE CI	222 530	24 320	1 279	3 709	26 600	20 528	2 800 000	1324,642857	1 188	256 669	277 198	0,013380327	1,02190492	12,53248733
2007	CIE CI	229 509	32 963	7 281	4 634	37 800	21 467	2 800 000	1655	1 494	189 811	215 731	0,021480455	1,075710028	12,28178754
2008	CIE CI	248 052	37 028	11 453	4 903	61 082	21 722	2 800 000	1751,071429	1 575	272 434	295 199	0,016609135	1,133333785	12,59540498
2009	CIE CI	283 046	35 186	8 895	5 676	46 172	22 683	2 800 000	2027,142857	1 854	280431	331645	0,017114686	1,070825732	12,7118204
2010	CIE CI	277 092	32 165	4 909	6 113	39 200	22 934	2 800 000	2183,214286	1 962	436399	473 614	0,012907135	1,034344424	13,06814792
2011	CIE CI	265 281	36 336	9 273	6 356	46 480	23 185	2 800 000	2270	2 052	549807	587 757	0,010813993	1,039633726	13,28406888
2012	CIE CI	324 600	33 342	3 919	8 394	117 600	25 195	2 800 000	2997,857143	2 691	478488	521 084	0,016108727	1,177332254	13,16366654
2013	CIE CI	372 617	41 070	9 088	8 285	173 600	25 108	2 800 000	2958,928571	2 669	537256	573 099	0,01445649	1,259103575	13,25881376

		439													
2014	CIE CI	444	49 152	13 442	8 277	231 000	25 108	2 800 000	2956,071429	2 662	628369	664 171	0,012462152	1,309998479	13,40629493
2000	CROWN	19 382	4 715	2 773	1 027	9 131	6 398	629 740	1630,831772	1 314	11 287	16 685	0,061552292	1,16379982	9,722265391
2001	CROWN	19 504	5 354	2 770	2 223	13 265	6 397	629 740	3530,028266	1 980	8 024	15 627	0,142253792	1,439495745	9,656755466
2002	CROWN	23 877	6 173	3 760	2 394	14 798	8 513	629 740	3801,568901	1 980	9 747	12 262	0,195237319	1,512559126	9,414260328
2003	CROWN	24 643	6 499	3 984	2 197	17 633	9 296	629 740	3488,741385	2 700	11 516	20 812	0,105564098	1,4005862	9,943285022
2004	CROWN	18 581	4 754	2 521	1 479	18 807	8 886	629 740	2348,588306	3 150	8 727	18 989	0,077887198	1,522460372	9,851615143
2005	CROWN	18 759	5 269	3 143	1 722	15 743	8 404	629 740	2734,461841	4 500	8 771	17 176	0,100256171	1,427282254	9,75126834
2006	CROWN	20 392	8 253	6 038	1 634	18 892	6 890	629 740	2594,721631	3 105	10 104	17 940	0,091081382	1,669007804	9,794788136
2007	CROWN	23 761	9 159	6 655	1 911	23 363	6 628	629 740	3034,585702	2 250	9 045	16 908	0,113023421	1,989768157	9,735542162
2008	CROWN	23 734	8 860	6 254	1 519	23 923	6 572	629 740	2412,106584	2 250	9 165	18 691	0,08126906	1,928307742	9,835797404
2009	CROWN	22 698	9 666	6 879	4 236	21 323	9 234	629 740	6726,585575	2 250	6 561	18 448	0,229618387	1,655301388	9,822711243
2010	CROWN	20 088	2 322	-619	-1 018	20 148	6 642	629 740	-1616,540159	675	6723	15 049	-0,067645691	1,89746827	9,619066823
2011	CROWN	19 521	19 502	16 949	1 539	14 389	7 709	629 740	2443,865722	0	8183	18493	0,083220678	1,361217758	9,825147561
2012	CROWN	22 228	3 139	351	-51	14 893	6 808	629 740	-80,98580367	1 215	7 688	16 127	-0,003162398	1,501333168	9,688250165
2013	CROWN	22 251	4 436		127	25 504	6 808	629 740	201,6705307	608	7628	16 114	0,007881345	2,160233337	9,687443738
2014	CROWN	17 145			-47 714	14 490	5 612	629 740	-75767,77718	0	10826	16 438	-2,902664558	1,540090035	9,707351007
2000	FILTISAC CI	26 312	10 361	5 242	3 980	19 040	61 043	1 772 967	2244,824636	950	9532	37 448	0,106280709	-0,121635334	10,53070858
2001	FILTISAC CI	30 861	11 870	6 356	4 116	29 265	58 744	2 644 451	1556,46673	1 400	28 647	87 383	0,047102983	0,662646052	11,37805603
2002	FILTISAC CI	33 171	12 806	6 840	5 653	42 258	57 803	2 644 451	2137,683776	1 500	32 130	90 230	0,062651003	0,827718054	11,41011724
2003	FILTISAC CI	29 254	13 751	7 360	5 041	39 653	58 798	2 644 451	1906,255779	1 135	22 200	56 008	0,090004999	0,658173832	10,93324982
2004	FILTISAC CI	27 897	10 322	3 440	3 983	45 132	53 418	3 525 935	1129,629446	655	23 079	56 525	0,070464396	0,853409996	10,9424383
2005	FILTISAC CI	22 757	6 181	-20	-1 927	28 172	48 354	3 525 935	-546,5217028	260	21665	50 670	-0,038030393	0,601697257	10,8330893
2006	FILTISAC CI	27 407	7 109	1 838	1 067	19 657	42 239	3 525 935	302,6147674	320	9285	52 675	0,020256289	0,571295681	10,87189624
2007	FILTISAC CI	21 142	6 862	1 807	849	35 083	41 838	3 525 935	240,7871955	332	7470	50809	0,016709638	0,867051113	10,83582878
2008	FILTISAC CI	20 729	4 762	-326	1 205	23 606	41 792	3 525 935	341,7533222	332	8389	60932	0,019776144	0,701536139	11,01751377
2009	FILTISAC CI	31 324	6 018	-243	544	10 260	41 086	3 525 935	154,2853172	321	10472	61233	0,008884098	0,496578642	11,02244154
2010	FILTISAC CI	30 025	7 429	1 300	-1 094	11 459	38 744	3 525 935	-310,2723107	0	10282	66083	-0,016554938	0,587110149	11,09866681
2011	FILTISAC CI	27 129	4 319	-1 017	-2 593	9 520	36 150	3 525 935	-735,4077713	0	11036	58 736	-0,04414669	0,546615364	10,98080811
2012	FILTISAC CI	36 353	8 482	2 293	1 716	21 508	37 866	3 525 935	486,6794198	355	10484	61 484	0,0279097	0,733947043	11,02653222

2013	FILTISAC CI	39 385	9 379	2 835	2 412	27 150	39 047	3 525 935	684,0738698	550	15560	67 247	0,035867771	0,823085045	11,11612769
2014	FILTISAC CI	42 371	11 445	4 946	3 862	104 015	37 108	3 525 935	1095,312307	1 025	13 232	61 203	0,063101482	2,093198046	11,02195149
2000	MOVIS CI	14 870	6 853	1 542	3	3 700	2 757	400 000	7,5	0	9073	14 187	0,000211461	1,066469303	9,560081331
2001	MOVIS CI	15 068	6 405	561	-1 615	3 153	3 043	400 000	-4037,5	0	13305	15 783	-0,102325287	1,006969524	9,66668869
2002	MOVIS CI	16 000	7 938	1 840	63	2 800	3 107	400 000	157,5	0	12565	15 679	0,004018113	0,98041967	9,660077516
2003	MOVIS CI	14 693	6 897	2 302	268	2 590	1 474	400 000	670	0	11294	14245	0,018813619	1,078343278	9,564161247
2004	MOVIS CI	16 944	7 593	2 415	727	2 580	2 201	400 000	1817,5	0	10226	13549	0,053657096	1,027972544	9,514068023
2005	MOVIS CI	13 498	5 520	1 260	-250	1 200	1 950	400 000	-625	0	13507	16383	-0,01525972	0,954220839	9,703999491
2006	MOVIS CI	11 214	5 390	1 523	-325	600	3 526	400 000	-812,5	0	15587	19 697	-0,016499975	0,851449459	9,888221619
2007	MOVIS CI	9 901	5 095	1 370	104	2 400	3 630	400 000	260	0	15278	19 119	0,005439615	0,935666091	9,858437884
2008	MOVIS CI	9 649	3 207	-556	-2 454	2 640	-725	400 000	-6135	0	12273	16366	-0,149945008	1,20560919	9,702961291
2009	MOVIS CI	10 721	4 567	1 467	105	2 598	2 381	400 000	262,5	0	11248	15315	0,006856024	1,014169115	9,636588019
2010	MOVIS CI	11 784	5 145	1 290	-271	2 925	4 509	400 000	-677,5	0	12054	19 941	-0,013590091	0,920565669	9,900533193
2011	MOVIS CI	10 494	4 071	591	-854	2 256	3 719	400 000	-2135	0	9922 981		#VALEUR!	#VALEUR!	#VALEUR!
2012	MOVIS CI	12 406	4 211	177	-1 544	3 342	2 175	400 000	-3860	0	11645	17 217	-0,089678806	1,067781844	9,753652547
2013	MOVIS CI	12 029	3 932	-316	-1 561	5 766	614	400 000	-3902,5	0	9829	16574	-0,094183661	1,310848317	9,715590481
2014	MOVIS CI	12 072	4 759	791	-761	5 719	147	400 000	-1902,5	0	14482	17387	-0,043768333	1,320469316	9,76347808
2000	NEI-CEDA CI	4 510	741	392	68	1 724	838	268 000	253,7313433	225	2535	4005	0,016978777	1,221223471	8,29529886
2001	NEI-CEDA CI	4 620	542	153	-158	1 688	613	268 000	-589,5522388	0	2373	3579	-0,04414641	1,30036323	8,182838711
2002	NEI-CEDA CI	4 949	426	41	-111	1 687	500	268 000	-414,1791045	0	2380	2674	-0,041510845	1,443904263	7,891330758
2003	NEI-CEDA CI	2 792	442	77	-16	1 687	485	268 000	-59,70149254	0	2215	1622	-0,009864365	1,741060419	7,391415235
2004	NEI-CEDA CI	2 369	-284	-705	-823	1 687	-339	268 000	-3070,895522	0	2507	2529	-0,325425069	1,801107157	7,835579247
2005	NEI-CEDA CI	3 840	340	57	-83	1 286	-422	268 000	-309,7014925	0	3116	2703	-0,030706622	1,631890492	7,902117546
2006	NEI-CEDA CI	3 541	447	123	31	1 273	-391	268 000	115,6716418	0	3951	3661	0,008467632	1,454520623	8,205491613
2007	NEI-CEDA CI	5 711	577	247	100	1 259	-291	268 000	373,1343284	0	5022	5321	0,01879346	1,291298628	8,579416535
2008	NEI-CEDA CI	4 846	511	152	63	1 051	-228	268 000	235,0746269	0	5379	5 385	0,011699164	1,237511606	8,59137259
2009	NEI-CEDA CI	5 116	693	347	453	963	226	268 000	1690,298507	0	6308	6 639	0,068233168	1,111010694	8,800716629
2010	NEI-CEDA CI	5 444	590	237	112	826	273	268 000	417,9104478	0	6304	6 892	0,016250725	1,080237957	8,838116598
2011	NEI-CEDA CI	4 431	541	-105	-234	804	549	268 000	-873,1343284	0	7755	8 855	-0,026425748	1,02879729	9,08873755

				265											
2012	NEI-CEDA CI	4 819	834 373	241	45	1 312	650 451	268 000	167,9104478	225	7756	9 060	0,004966887	-70,64889625	9,111624399
2013	NEI-CEDA CI	4 523	732	248	40	3 064	594	268 000	149,2537313	0	7679	8 313	0,004811741	1,297124985	9,025575834
2014	NEI-CEDA CI	4 523	656	151	-54	2 042	580	268 000	-201,4925373	0	7405	8606	-0,006274692	1,169881478	9,060214913
2000	NESTLE CI	79 708	22 313	12 142	6 407	87 172	17 467	1 103 520	5805,966362	5 850	20 069	48 191	0,132950136	2,446431906	10,78292756
2001	NESTLE CI	83 326	23 089	10 189	7 153	80 005	17 257	1 103 520	6481,984921	7 200	19 193	46 740	0,153038083	2,342490372	10,75235561
2002	NESTLE CI	84 263	19 568	6 184	7 514	81 109	21 408	1 103 520	6809,119907	2 700	21 700	62 108	0,120982804	1,961244928	11,03663008
2003	NESTLE CI	91 052	21 932	10 104	3 287	80 005	20 384	1 103 520	2978,650138	3 647	23 915	65 165	0,050441188	1,914923655	11,08467779
2004	NESTLE CI	73 123	13 573	41	-7 922	78 571	17 048	1 103 520	-7178,845875	0	32166	56085	-0,141249889	2,096959971	10,93462368
2005	NESTLE CI	72 878	18 821	7 602	2 179	56 942	19 227	1 103 520	1974,590402	0	25245	49435	0,044078082	1,762921007	10,80841395
2006	NESTLE CI	88 897 104	24 250	13 449	5 696	47 009	15 898	1 103 520	5161,664492	3 240	29 431	53 938	0,105602729	1,576791872	10,89559052
2007	NESTLE CI	738 111	25 795	13 280	6 509	73 274	18 434	1 103 520	5898,397854	5 220	18 604	51 274	0,12694543	2,069547919	10,84493908
2008	NESTLE CI	918 118	25 360	11 579	5 135	75 039	17 165	1 103 520	4653,291286	4 050	24 124	68 626	0,074825868	1,843324687	11,13642675
2009	NESTLE CI	472 109	25 635	11 508	3 280	68 324	15 480	1 103 520	2972,3068	2 700	20 630	73 647	0,044536777	1,717530925	11,20703869
2010	NESTLE CI	826	24 308	9 283	765	62 487	12 660	1 103 520	693,2361896	630	19699	82 176	0,009309287	1,606344918	11,31661857
2011	NESTLE CI	96 566 112	16 057	1 343	-6 289	52 969	5 876	1 103 520	-5699,035813	0	21934	81 327	-0,077329792	1,579057386	11,30623334
2012	NESTLE CI	358 115	17 186	1 568	-5 675	48 555	200	1 103 520	-5142,634479	630	19653	82 902	-0,06845432	1,583279052	11,32541447
2013	NESTLE CI	289 122	24 165	10 144	591	71 729	-429	1 103 520	535,5589387	0	61274	100 909	0,005856762	1,715079923	11,5219744
2014	NESTLE CI	579	28 435	13 177	3 311	60 694	2883	1 103 520	3000,398724	0	67510	112284	0,029487728	1,514864095	11,62878666
2000	PALM CI	43 991	15 861	5 692	-3 562	16 580	18 606	4 000 000	-890,5	0	44916	77 364	-0,046042087	0,973812109	11,25627684
2001	PALM CI	35 967	12 718	2 144	-8 868	12 780	9 738	4 000 000	-2217	0	45782	82 555	-0,107419296	1,036848162	11,32122002
2002	PALM CI	47 705	16 223	3 148	-8 871	12 000	866	4 000 000	-2217,75	0	50409	93 393	-0,094985706	1,119216644	11,44457167
2003	PALM CI	45 086	16 624	4 767	-8 525	8 600	2 568	4 000 000	-2131,25	0	2928	3273	-2,604644057	2,842957531	8,093462275
2004	PALM CI	28 804	12 543	6 493	2 216	14 035	33 306	4 000 000	554	0	2981	3414	0,649091974	-4,644698301	8,135639903
2005	PALM CI	31 963	15 618	9 033	4 155	11 819	34 180	4 000 000	1038,75	0	3 696	7036	0,590534395	-2,178084139	8,858795106
2006	PALM CI	53 459	19 069	8 717	1 516	22 160	4 012	4 000 000	379	0	64969	88053	0,017216903	1,206103142	11,38569418
2007	PALM CI	70 963 115	24 019	12 489	12 791	75 345	16 803	4 000 000	3197,75	0	50842	90436	0,141437038	1,647330709	11,4123977
2008	PALM CI	247	39 665	29 905	10 658	104 154	27 460	4 000 000	2664,5	0	50513	108 255	0,098452727	1,708456884	11,59224483

2009	PALM CI	88 486	26 549	25 905	2 768	52 443	32 981	4 000 000	692	0	65576	130 450	0,021218858	1,149191261	11,77874529
2010	PALM CI	75 370 156	35 953	20 595	6 099	108 022	39 080	4 000 000	1524,75	0	55599	123 115	0,049539049	1,559980506	11,72087416
2011	PALM CI	891 161	56 851	38 844	29 346	119 810	68 426	7 729 658	3796,54572	810	75931	149 215	0,196669236	1,344362162	11,9131435
2012	PALM CI	639 131	61 985	44 940	24 160	138 361	132 329	7 729 658	3125,623411	1 440	58 208	146 010	0,165468119	1,041312239	11,89143039
2013	PALM CI	280 137	45 850	28 083	11 030	162 123	84 291	7 729 658	1426,971284	1 260	49 372	139 483	0,079077737	1,558003484	11,84569801
2014	PALM CI	904	48 629	28 368	10 005	131 018	83474	7 729 658	1294,365158	647	56184	155 838	0,064201286	1,305086051	11,95657229
2000	SAPH CI	20 533	9 043	2 915	-1 264	12 710	13 790	5 111 601	-247,2806465	0	18050	38 396	-0,032920096	0,97187207	10,55570857
2001	SAPH CI	17 584	6 993	1 363	-1 890	10 419	11 900	5 111 601	-369,7471692	0	17283	34 215	-0,05523893	0,956714891	10,44041942
2002	SAPH CI	21 110	10 359	4 959	1 567	11 936	16 162	5 111 601	306,5575736	0	17370	34978	0,044799588	0,8791812	10,46247457
2003	SAPH CI	27 535	13 557	7 841	5 904	12 651	21 054	5 111 601	1155,019729	270	11971	34334	0,171957826	0,755257179	10,4438914
2004	SAPH CI	30 997	15 209	9 364	6 986	24 536	26 740	5 111 601	1366,695092	720	12022	39132	0,17852397	0,943677808	10,57469583
2005	SAPH CI	41 978	211	-6 167	8 498	27 602	31 148	5 111 601	1662,492828	1 174	10 050	42 288	0,200955354	0,916146425	10,65225864
2006	SAPH CI	62 350	29 013	22 020	16 200	65 428	40 682	5 111 601	3169,261451	2 115	10 883	52 330	0,309573858	1,472883623	10,8653251
2007	SAPH CI	78 410 104	32 590	24 057	14 790	143 124	43 459	5 111 601	2893,418324	2 520	18 117	61 816	0,239258444	2,612284845	11,03191751
2008	SAPH CI	941	43 245	33 315	19 973	118 130	50 850	5 111 601	3907,386355	1 057	18 456	69 313	0,288156623	1,970669283	11,14638776
2009	SAPH CI	75 609 140	23 806	13 272	9 914	54 694	52 871	5 111 601	1939,509754	1 800	11 851	70 758	0,140111365	1,025763871	11,16702088
2010	SAPH CI	238 194	58 590	47 188	32 519	138 013	76 896	5 111 601	6361,803278	6 930	20 487	101 886	0,319170445	1,599856703	11,53160982
2011	SAPH CI	549 172	77 591	65 599	45 628	204 464	84 895	5 111 601	8926,361819	6 930	22 567	107 694	0,423681914	2,110266124	11,58704915
2012	SAPH CI	962 155	47 459	34 271	21 071	203 953	102 100	5 111 601	4122,191853	1 440	21 310	98 989	0,212862035	2,028932508	11,50276401
2013	SAPH CI	621	37 571	22 161	13 707	173 283	73 865	5 111 601	2681,547327	581	16941	108 137	0,126755874	1,919370798	11,59115422
2014	SAPH CI	99 611	17 440	2 400	-3 799	89 836	66 769	5 111 601	-743,2113735	0	35794	116 663	-0,032563881	1,197723357	11,66704472
2000	SERVAIR ABIDJAN CI	5 071	1 609	267	-569	1 866	1 638	345 600	-1646,412037	0	1 835	2 838	-0,200493305	1,080338266	7,950854858
2001	SERVAIR ABIDJAN CI	4 757	1 273	-187	-256	1 331	1 382	345 600	-740,7407407	0	1 363	3 620	-0,070718232	0,985911602	8,194229305
2002	SERVAIR ABIDJAN CI	4 415	1 685	1 330	-1 302	736	1 463	345 600	-3767,361111	0	1320	2784	-0,467672414	0,738864943	7,931644021
2003	SERVAIR ABIDJAN CI	3 966	1 602	351	86	617	1 550	345 600	248,8425926	0	1 193	2 743	0,031352534	0,659861466	7,916807491
2004	SERVAIR ABIDJAN CI	3 842	1 606	264	-114	639	1 436	345 600	-329,8611111	0	858	2 294	-0,049694856	0,652571927	7,738052298
2005	SERVAIR ABIDJAN CI	2 943	915	-308	-567	760	868	345 600	-1640,625	0	1 037	1 906	-0,297481637	0,943336831	7,552762084

2006	SERVAIR ABIDJAN CI	3 084	1 073	-9	-314	691	554	345 600	-908,5648148	0	1 116	1 670	-0,188023952	1,082035928	7,420578905
2007	SERVAIR ABIDJAN CI	3 171	1 317	68	-266	1 728	288	345 600	-769,6759259	0	994	1 418	-0,187588152	2,01551481	7,257002707
2008	SERVAIR ABIDJAN CI	3 656	1 538	204	65	1 969	353	345 600	188,0787037	0	1 379	1 751	0,037121645	1,922901199	7,467942332
2009	SERVAIR ABIDJAN CI	4 441	1 871	631	456	1 534	1 294	345 600	1319,444444	0	1 208	2 524	0,18066561	1,095087163	7,833600224
2010	SERVAIR ABIDJAN CI	4 091	1 111	-136	-253	2 555	1 041	345 600	-732,0601852	0	1 016	2 078	-0,121751684	1,728585178	7,639161172
2011	SERVAIR ABIDJAN CI	2 384	829	-106	-48	4 061	992	345 600	-138,8888889	0	991	2 027	-0,023680316	2,514060187	7,614312146
2012	SERVAIR ABIDJAN CI	3 638	1 339	442	185	5 183	1 178	345 600	535,3009259	225	1 055	2 249	0,082258782	2,780791463	7,718240952
2013	SERVAIR ABIDJAN CI	5 937	2 363	1 094	651	12 554	1 178	345 600	1883,680556	450	1 336	3 161	0,205947485	4,59886112	8,058643712
2014	SERVAIR ABIDJAN CI	7 783		1 976	1 249	21 223	2 805	345 600	3614,00463	900	1 672	4 402	0,283734666	5,184007269	8,389814262
2000	SETAO CI	6 971	647	-1 140	-1 854	1 008	-2 629	33 600	-55178,57143	0	9031	9 372	-0,197823303	1,388070849	9,1454818
2001	SETAO CI	2 040	-161	-1 005	-1 580	934	-4 209	33 600	-47023,80952	0	6867	4 652	-0,339638865	2,105546002	8,445052514
2002	SETAO CI	753	1 082	640	121	934	-4 088	33 600	3601,190476	0	5548	3 322	0,036423841	2,511739916	8,10832229
2003	SETAO CI	2 077	366	63	-298	934	-4 386	33 600	-8869,047619	0	4792	2322	-0,12833764	3,291128338	7,750184162
2004	SETAO CI	120	-379	-484	-873	934	-5 259	33 600	-25982,14286	0	5260	1151	-0,758470895	6,380538662	7,048386409
2005	SETAO CI	30	-273	-360	-368	934	-5 627	33 600	-10952,38095	0	5817	425	-0,865882353	16,43764706	6,052089169
2006	SETAO CI	2	-45	-50	-50	934	-5 677	33 600	-1488,095238	0	6012	439	-0,113895216	16,05922551	6,084499413
2007	SETAO CI	1	-16	-19	-76	920	-5 752	33 600	-2261,904762	0	6050	348	-0,218390805	20,17241379	5,85220248
2008	SETAO CI	1	-19	-20	-45	672	-5 798	33 600	-1339,285714	0	6058	355	-0,126760563	19,22535211	5,872117789
2009	SETAO CI	14	-5	-5	-8	672	-5 807	33 600	-238,0952381	0	6054	368	-0,02173913	18,60597826	5,908082938
2010	SETAO CI	8	-8	-9	-31	621	-5 838	33 600	-922,6190476	0	6057	375	-0,082666667	18,224	5,926926026
2011	SETAO CI	115	-129	-85	170	645	-5 668	33 600	5059,52381	0	5821	159	1,06918239	40,70440252	5,068904202
2012	SETAO CI	1 355	179	126	181	1 129	-5 487	33 600	5386,904762	0	6217	732	0,24726776	10,03825137	6,595780514
2013	SETAO CI	5 768	750	429	338	2 150	-5 306	33 600	10059,52381	0	11486	6 337	0,053337541	2,176581979	8,754160749
2014	SETAO CI	9 550	3 233	2 713	2 113	4 569	-3 036	33 600	62886,90476	0	12374	9 339	0,226255488	1,814327016	9,141954459
2000	SICABLE	9 550	123	-589	157	5 578	3 778	148 000	1060,810811	0	3545	7379	0,021276596	1,243935493	8,906393407
2001	SICABLE	5 317	866	866	116	3 799	3 841	148 000	783,7837838	0	2024	5728	0,020251397	0,992667598	8,653121709
2002	SICABLE	4 601	607	111	-132	3 330	3 568	148 000	-891,8918919	1 800	1 535	5 104	-0,025862069	0,953369906	8,537779825
2003	SICABLE	4 847	857	340	79	1 924	3 374	148 000	533,7837838	0	1640	5490	0,0143898	0,735883424	8,610683535
2004	SICABLE	7 149	890	327	-10	1 517	34 023	148 000	-67,56756757	450	2168	5776	-0,001731302	-4,627770083	8,661466681
2005	SICABLE	5 912	623	120	-288	1 583	3 088	148 000	-1945,945946	0	2454	5569	-0,05171485	0,729753995	8,624970784

2006	SICABLE	5 718	939	413	62	1 184	3 285	148 000	418,9189189	450	1571	5022	0,012345679	0,581640781	8,52158354
2007	SICABLE	9 682	1 288	751	435	3 552	3 648	148 000	2939,189189	990	3174	6823	0,063754947	0,985929943	8,828054537
2008	SICABLE	10 119	1 422	739	359	1 512	3 671	148 000	2425,675676	1 311	2 550	6 248	0,057458387	0,654449424	8,740016692
2009	SICABLE	7 105	2 453	1 855	641	2 573	4 203	148 000	4331,081081	2 340	4 612	8 818	0,07269222	0,815150828	9,084550366
2010	SICABLE	9 390	1 560	820	627	3 404	4 247	148 000	4236,486486	5 220	4 621	9 228	0,067945384	0,908647594	9,129997619
2011	SICABLE	5 989	1 131	548	341	4 292	4 088	148 000	2304,054054	2 250	3 942	8 031	0,042460466	1,025401569	8,991064332
2012	SICABLE	8 250	1 929	2 085	971	7 696	3 725	148 000	6560,810811	5 904	3 913	8 610	0,112775842	1,461207898	9,060679597
2013	SICABLE	10 354	2 182	1 291	1 016	15 066	4 692	148 000	6864,864865	5 170	3 916	8 620	0,117865429	2,203480278	9,061840364
2014	SICABLE	11 520	2 182	1 032	700	15 096	4533	148 000	4729,72973	5152	5102	9 636	0,072644251	2,096201743	9,173261364
2000	SICOR	6 896	2 633	25	-1 721	3372	-1 245	300 000	-5736,666667		5390	7 722	-0,222869723	1,597902098	8,951828677
2001	SICOR	4 130	1 079	-748	-1 277	2 386	-654	300 000	-4256,666667		2816	5 898	-0,216514073	1,515428959	8,682368589
2002	SICOR	5 438	2 531	860	75	2 010	-578	300 000	250		4003	5 057	0,014830927	1,511765869	8,528528701
2003	SICOR	2 942	1 352	46	-440	1 980	-1	300 000	-1466,666667		5229	4 899	-0,089814248	1,404368238	8,496786382
2004	SICOR	4 694	2 025	836	281	1 980	762	300 000	936,6666667		2994	4 511	0,053646642	1,27000665	8,414274137
2005	SICOR	4 013	1 704	763	242	2 997	1 004	300 000	806,6666667		2812	4335	-0,045213379	1,459746251	8,374476889
2006	SICOR	2 711	959	221	-196	2 640	808	300 000	-653,3333333		2085	3410	-0,057478006	1,537243402	8,13446757
2007	SICOR	3 265	870	523	149	3 180	957	300 000	496,6666667	0	2661	4033	0,036945202	1,551202579	8,302265795
2008	SICOR	3 223	1 238	858	112	3 960	1 069	300 000	373,3333333	0	3766	4976	0,022508039	1,580988746	8,512381634
2009	SICOR	1 143	-758	-978	-1 363	3 750	425	300 000	-4543,333333	0	2757	3208	-0,424875312	2,036471322	8,073402969
2010	SICOR	1 150	480	431	256	2 760	681	300 000	853,3333333	0	2508	3197	0,08007507	1,650297154	8,069968149
2011	SICOR	681	-296	-313	-443	3	238	300 000	-1476,666667	0	1838	2086	-0,212368169	0,887344199	7,643003636
2012	SICOR	488	-758	-978	-401	2 160	-163	300 000	-1336,666667	0	1965	1 863	-0,21524423	2,24691358	7,529943371
2013	SICOR	1 196			41	1 998	238	300 000	136,6666667	0	1835	1 767	0,023203169	1,996038483	7,477038472
2014	SICOR	732	504	353	68	3 054	-54	300 000	226,6666667	0	1669	1 627	0,041794714	2,91026429	7,394493107
2000	SITAB	67 679	13 727	10 729	6 820	53 860	13 834	897 750	7596,769702	6 929	15 656	40 601	0,167976158	1,985837787	10,61154798
2001	SITAB	70 386	13 990	10 613	6 458	55 756	13 402	897 750	7193,539404	6 552	18 236	35 076	0,184114494	2,207492302	10,46527241
2002	SITAB	67 201	15 383	11 890	7 122	43 092	14 060	897 750	7933,166249	3 652	15 191	31 338	0,227264025	1,926415215	10,3525867
2003	SITAB	52 315	7 160	2 999	617	44 403	11 131	897 750	687,2737399	2 318	11 862	30 044	0,020536546	2,107442418	10,31041825
2004	SITAB	64 499	11 642	8 865	5 195	35 910	14 082	897 750	5786,688945	5 482	23 183	38 683	0,134296719	1,564278882	10,56315551
2005	SITAB	64 233	13 643	10 918	6 444	32 319	15 139	897 750	7177,944862	6 418	20 308	35 517	0,181434243	1,483712025	10,47776673

2006	SITAB	61 740	8 456	5 798	5 391	35 910	14 245	897 750	6005,012531	5 518	22 541	36 868	0,146224368	1,587636975	10,51509925
2007	SITAB	60 541	8 262	5 224	4 692	44 887	13 551	897 750	5226,399332	5 536	23 578	37 219	0,126064644	1,841935571	10,52457466
2008	SITAB	65 988	8 671	5 319	5 355	55 974	13 519	897 750	5964,912281	5 552	24 944	38 497	0,139101748	2,102813206	10,5583356
2009	SITAB	72 049	12 246	9 263	8 079	43 361	16 209	897 750	8999,164578	8 270	19 074	35 287	0,228951172	1,769461841	10,4712699
2010	SITAB	76 800	13 312	9 885	8 748	51 621	16 881	897 750	9744,360902	8 940	25 590	42 471	0,205975842	1,817969909	10,65657677
2011	SITAB	78 810	10 002	6 640	8 156	57 456	16 300	897 750	9084,934559	8 399	33 860	50 144	0,162651563	1,820756222	10,82265415
2012	SITAB	85 093	12 364	8 903	7 534	78 099	16 962	897 750	8392,091339	7 831	32 354	48 001	0,156955063	2,273660965	10,77897712
2013	SITAB	89 910 121	13 772	10 056	7 834	110 961	16 962	897 750	8726,260095	8 016	216 602	52 472	0,149298674	2,791412563	10,86803497
2014	SITAB	829	8 158	6 605	6 538	142 737	14 534	897 750	7282,651072	6 758	45 834	60 369	0,108300618	3,123656181	11,00823101
2000	SMB	41 375	3 286	2 271	1 093	10 280	4 287	487 200	2243,431856	1 800	9 472	21 942	0,049813144	1,273129159	9,996157887
2001	SMB	33 394	2 113	1 153	391	10 767	3 703	487 200	802,545156	1 000	7 363	17 529	0,022305893	1,402989332	9,771611931
2002	SMB	27 418	-965	-1 896	-1 799	7 308	1 363	487 200	-3692,528736	0	7438	20 405	-0,088164666	1,291350159	9,923535248
2003	SMB	28 788	1 470	644	76	4 587	1 439	487 200	155,9934319	0	9821	25315	0,003002173	1,12435315	10,13915238
2004	SMB	57 297	7 901	7 014	4 205	10 056	5 644	487 200	8630,952381	4 950	18 271	34 857	0,12063574	1,126574289	10,45900926
2005	SMB	74 912 109	12 308	11 099	4 325	19 488	7 289	487 200	8877,2578	4 922	40 669	64 440	0,067116698	1,189307883	11,07348984
2006	SMB	616 122	4 085	2 650	1 514	23 400	6 139	487 200	3107,553366	2 070	33 389	53 257	0,028428188	1,324107629	10,88288453
2007	SMB	739 191	5 097	3 497	509	29 232	5 529	487 200	1044,745484	887	30265	60056	0,008475423	1,39468163	11,00303274
2008	SMB	172 119	5 587	3 775	1 051	26 796	6 098	487 200	2157,224959	1 087	76 503	99 867	0,010523997	1,20725565	11,51159458
2009	SMB	630 164	2 666	864	-1 974	38 771	3 536	1 948 800	-1012,931034	0	68219	98 657	-0,020008717	1,357146477	11,49940447
2010	SMB	740 126	10 145	8 149	2 787	35 078	6 323	1 948 800	1430,110837	344	68353	118 743	0,023470857	1,242161643	11,68471677
2011	SMB	415 193	11 336	9 736	3 280	37 027	8 858	1 948 800	1683,087028	450	93586	155 318	0,021117964	1,181363396	11,95322991
2012	SMB	495 107	5 388	3 796	-824	31 181	7 060	1 948 800	-422,8243021	450	180834	247 121	-0,003334399	1,097608054	12,41763337
2013	SMB	797 141	12	-1 423	-6 105	38 966	955	1 948 800	-3132,697044	0	141046	181 054	-0,033719222	1,20994289	12,10655061
2014	SMB	109	-2 178	-3 789	-13 175	27 963	-12 220	1 948 800	-6760,570608	0	130816	184 456	-0,071426248	1,21784599	12,12516623
2000	SODECI	34 364	12 655	5 124	1 352	9 592	13 587	900 000	1502,222222	1 238	61 461	20 162	0,06705684	0,801854975	9,911554924
2001	SODECI	34 067	7 825	7 825	548	13 950	12 670	900 000	608,8888889	618	70266	8 473	0,06467603	1,151068099	9,044639916
2002	SODECI	38 480	12 970	4 546	-747	8 370	11 257	900 000	-830	0	45479	58 700	-0,012725724	0,950817717	10,98019501

2003	SODECI	33 250	11 917	4 315	-216	8 955	9 167	900 000	-240	0	51817	62924	-0,003432712	0,996630856	11,04968293
2004	SODECI	38 428	13 134	4 754	858	9 360	9 984	900 000	953,3333333	270	58517	69074	0,012421461	0,99096621	11,14293367
2005	SODECI	40 516	13 829	5 242	604	7 155	10 292	900 000	671,1111111	540	63999	77747	0,007768789	0,959651176	11,26121524
2006	SODECI	41 757	12 812	4 051	735	5 580	10 487	900 000	816,6666667	607	75606	89553	0,00820743	0,945205632	11,40258591
2007	SODECI	45 907	12 266	3 274	788	8 955	10 668	900 000	875,5555556	900	87632	102778	0,00766701	0,983333009	11,5403266
2008	SODECI	51 018	14 146	4 738	963	13 464	10 723	900 000	1070	900	96210	113468	0,008486974	1,02415659	11,63927614
2009	SODECI	53 912	15 116	5 427	1 236	9 180	11 058	900 000	1373,333333	1 350	95 625	114 926	0,010754747	0,98365905	11,65204372
2010	SODECI	53 713	14 953	4 503	2 635	10 350	12 341	900 000	2927,777778	2 385	96 477	114 460	0,023021143	0,982605277	11,6479807
2011	SODECI	49 109	12 885	2 609	1 700	16 200	11 654	900 000	1888,888889	2 430	110 352	123 015	0,013819453	1,036954843	11,72006158
2012	SODECI	65 272	16 204	4 324	4 538	37 800	3 550	900 000	5042,222222	3 510	128 040	142 090	0,031937504	1,241044408	11,86421594
2013	SODECI	76 744	19 458	6 648	2 448	73 440	12 700	900 000	2720	2 430	134 186	156 686	0,015623604	1,387654289	11,96199908
2014	SODECI	81 230	22 531	8 404	3 118	82 170	13 388	900 000	3464,444444	3 060	26 990	153 063	0,020370697	1,449370521	11,93860488
2000	SOGB	20 681	9 660	4 709	2 203	13 069	31 643	2 160 184	1019,820534	720	9232	41 830	0,052665551	0,555964619	10,64136906
2001	SOGB	17 484	9 858	4 600	1 629	22 153	31 544	2 160 184	754,1024283	405	12305	42 742	0,038112395	0,780286369	10,66293732
2002	SOGB	20 223	11 593	6 119	1 354	18 145	31 926	2 160 184	626,7984579	0	19839	54 463	0,024860915	0,74696583	10,90527685
2003	SOGB	23 698	10 376	4 816	955	14 473	32 882	2 160 184	442,0919699	630	17170	56565	0,016883232	0,674551401	10,9431457
2004	SOGB	28 804	12 543	6 493	1 937	18 113	33 306	2 160 184	896,6828752	833	18284	59699	0,032446105	0,745506625	10,99707055
2005	SOGB	31 963	16 345	9 033	2 873	18 577	34 180	2 160 184	1329,979298	1 080	18 962	63 120	0,045516477	0,752804183	11,05279296
2006	SOGB	47 828	23 011	15 570	6 569	25 922	38 157	2 160 184	3040,94466	2 700	19 724	62 332	0,105387281	0,803712379	11,04023022
2007	SOGB	54 138	22 461	14 794	8 759	63 077	40 436	2 160 184	4054,747188	3 330	18 526	59 565	0,147049442	1,380105767	10,99482343
2008	SOGB	65 892	28 622	20 037	11 440	71 577	43 883	2 160 184	5295,845169	2 070	19351	63 340	0,180612567	1,43722766	11,05627232
2009	SOGB	44 852	17 398	8 597	4 268	38 883	43 182	2 160 184	1975,757621	2 502	14 736	63 615	0,067091095	0,932421599	11,06060457
2010	SOGB	74 079	35 806	26 468	16 793	60 485	53 971	2 160 184	7773,874818	8 334	17 777	71 793	0,233908598	1,09073308	11,18154226
2011	SOGB	91 409	54 077	44 019	30 633	120 970	68 426	2 160 184	14180,73646	10 417	21 485	92 682	0,330517253	1,566927775	11,43692956
2012	SOGB	74 674	35 318	24 580	15 250	140 412	72 492	2 160 184	7059,583813	3 780	25 904	81 608	0,186868934	1,832271346	11,30968258
2013	SOGB	50 241	24 683	13 473	5 841	115 570	51 617	2 160 184	2703,936331	1 710	24 135	83 575	0,069889321	1,765216871	11,33349971
2014	SOGB	57 540	22 384	10 958	4 578	68 910	52 091	2 160 184	2119,263915	1 710	23 698	81 762	0,055991781	1,205706808	11,31156787
2000	SOLIBRA	50 241	25 133	25 133	5 211	49 320	37 070	411 008	12678,58533	10 800	22 612	64 786	0,080434044	1,189084061	11,07884481
2001	SOLIBRA	50 241	23 609	19 157	5 018	47 675	33 808	411 008	12209,0081	10 890	25 195	69 758	0,071934402	1,198787236	11,15278739
2002	SOLIBRA	81 544	20 645	15 535	6 474	35 963	36 974	411 008	15751,51822	14 130	38 658	68 876	0,093995006	0,985321447	11,14006307

2003	SOLIBRA	98 241	26 895	21 024	7 977	41 105	28 242	411 008	19408,38135	17 550	45 048	78 490	0,101630781	1,163880749	11,27072651
2004	SOLIBRA	87 814	26 050	19 065	12 696	56 842	32 924	411 008	30889,90969	26 460	43 727	83 849	0,151415044	1,285250868	11,33677284
2005	SOLIBRA	85 559	32 178	24 828	11 648	88 572	42 868	411 008	28340,08097	26 460	42 195	81 153	0,143531354	1,563183123	11,30409154
2006	SOLIBRA	89 238	32 221	24 472	17 626	90 717	38 030	411 008	42884,81003	45 000	41 124	82 762	0,212972137	1,636608588	11,3237243
2007	SOLIBRA	100 606 104	34 214	25 746	17 180	304 146	34 660	822 016	20899,8365	12 600	40 401	75 682	0,227002458	4,560767422	11,23429563
2008	SOLIBRA	869 114	16 804	25 011	16 804	236 330	40 491	823 042	20416,94106	12 060	38 454	87 343	0,192390919	3,242183117	11,37759817
2009	SOLIBRA	700 116	36 781	25 856	14 068	153 306	43 531	823 042	17092,68786	12 060	41 800	92 312	0,152396222	2,189173672	11,43292942
2010	SOLIBRA	643 120	42 155	30 166	14 672	164 444	47 175	823 042	17826,55077	16 380	41 426	89 641	0,163675104	2,308207182	11,40356808
2011	SOLIBRA	086 140	41 059	28 259	18 802	134 156	50 997	823 042	22844,52069	16 380	44 640	95 662	0,196546173	1,869300245	11,46857642
2012	SOLIBRA	302 151	50 764	37 490	21 791	189 300	71 410	823 042	26476,17011	10 980	49 385	114 127	0,190936413	2,03297204	11,64506714
2013	SOLIBRA	364 141	49 048	34 575	17 698	329 217	65 466	823 042	21503,15537	10 980	47 932	142 168	0,124486523	2,855206516	11,86476474
2014	SOLIBRA	962 126	44 750	30 241	11 499	164 608	66 923	1 646 084	6985,670233	2 734	61 957	165 315	0,069558116	1,590902217	12,01560802
2000	SONATEL	066 148	94 109	77 373	42 521	210 000	186 466	10 000 000	4252,1	2 610	117 368	308 911	0,13764806	1,076183755	12,64080849
2001	SONATEL	213 162	108 912	91 496	47 451	200 000	203 641	10 000 000	4745,1	2 610	146 568	353 581	0,134201216	0,989702501	12,77586788
2002	SONATEL	932 195	115 074	96 621	46 488	200 000	225 417	10 000 000	4648,8	2 669	166 510	396 000	0,117393939	0,935815657	12,88916949
2003	SONATEL	621 252	147 564	094	56 400	225 000	256 255	10 000 000	5640	3 960	164 077	421 958	0,133662592	0,925928647	12,95266106
2004	SONATEL	263 319	179 952	444	82 437	360 300	114 785	10 000 000	8243,7	5 085	185 643	492 394	0,167420805	1,49861493	13,10703449
2005	SONATEL	680 398	230 418	251	116 397	670 150	347 251	10 000 000	11639,7	6 210	177 053	655 306	0,177622363	1,492745374	13,39285758
2006	SONATEL	655 471	281 874	620	146 617	910 000	419 334	10 000 000	14661,7	7 947	213 094	565 849	0,259109762	1,867132398	13,24608254
2007	SONATEL	236 529	322 494	855	161 205	000	486 570	10 000 000	16120,5	9 900	238 524	743 175	0,216913917	2,700043731	13,51868683
2008	SONATEL	552 562	343 592	096	156 825	000	507 932	10 000 000	15682,5	11 700	262 952	831 839	0,188528069	1,952189065	13,63139419
2009	SONATEL	626 599	376 622	656	185 028	000	556 885	10 000 000	18502,8	12 150	293 872	884 103	0,209283307	1,501202914	13,69232885
2010	SONATEL	002 635	382 751	520	184 760	000	591 414	10 000 000	18476	12 600	363 747	1 014 224	0,182168831	1,554696004	13,82963435
2011	SONATEL	361	397 246	330	154 377	000	592 322	10 000 000	15437,7	13 050	404 157	1 040 937	0,148305805	1,583779806	13,85563183

		662		351		1 450									
2012	SONATEL	674	413 382	387	171 320	000	596 314	100 000 000	1713,2	1 350	337 244	958 473	0,178742646	1,890672977	13,77309667
		738		383		2 005									
2013	SONATEL	314	451 258	174	189 635	000	613 408	100 000 000	1896,35	1 395	374 215	1 041 625	0,182056882	2,335981759	13,85629255
		816		426		2 280									
2014	SONATEL	000	503 142	234	218 000	000	655 020	100 000 000	2180	1 440	435 603	1 117 894	0,195009545	2,453608303	13,92695712
2000	TOTAL CI	99 977	11 402	7 585	2 283	20 494	29 685	629 616	3626,019669	1 800	34 948	66 286	0,034441662	0,86134327	11,10173399
		138													
2001	TOTAL CI	412	9 614	5 675	3 476	20 494	31 910	629 616	5520,825392	5 000	29444	64 303	0,054056576	0,822465515	11,07136157
		123													
2002	TOTAL CI	383	12 144	7 894	3 472	20 494	31 890	629 616	5514,472313	5 000	25 172	57 893	0,059972708	0,803154095	10,96635176
		110													
2003	TOTAL CI	126	10 437	6 318	2 705	23 689	31 120	629 616	4296,269472	5 000	27 163	56 814	0,047611504	0,869204773	10,94753805
		111													
2004	TOTAL CI	391	10 372	6 928	1 651	25 247	29 279	629 616	2622,233234	4 320	21 864	53 177	0,031047257	0,924177746	10,88138125
		127													
2005	TOTAL CI	064	9 981	6 644	3 647	33 054	29 904	629 616	5792,419506	6 235	27 227	57 846	0,06304671	1,054454932	10,96553959
		130													
2006	TOTAL CI	934	6 877	4 716	5 598	39 477	31 282	629 616	8891,133643	9 533	27 100	59 637	0,093867901	1,137414692	10,99603147
		132													
2007	TOTAL CI	778	8 502	6 155	4 440	56 665	29 427	629 616	7051,917359	9 170	24 523	54 232	0,081870482	1,502249594	10,90102642
		148													
2008	TOTAL CI	885	9 985	7 822	6 064	46 944	29 194	629 616	9631,267312	10 645	30 664	59 920	0,101201602	1,296228304	11,00076562
		141													
2009	TOTAL CI	390	11 827	7 851	5 330	52 255	27 220	629 616	8465,47737	9 722	25 806	56 359	0,094572295	1,444205894	10,93949722
		149													
2010	TOTAL CI	731	10 338	6 841	3 034	56 665	23 459	629 616	4818,810195	2 170	31 243	59 130	0,051310671	1,561576188	10,98749369
		156													
2011	TOTAL CI	442	7 800	3 936	212	46 588	22 154	629 616	336,7131712	0	30599	60 011	0,003532686	1,407158688	11,00228316
		256													
2012	TOTAL CI	441	14 561	11 169	6 449	57 928	28 603	629 616	10242,75114	7 200	36 255	68 983	0,093486801	1,425104736	11,14161538
		274													
2013	TOTAL CI	917	17 118	13 237	7 471	117 738	31 038	629 616	11865,96275	7 875	38 886	77 168	0,096814742	2,123522704	11,25374014
		312													
2014	TOTAL CI	341	18 163	14 272	6 997	125 923	32 542	629 616	11113,12292	463	48081	95725	0,073094803	1,975513189	11,46923478
2000	TRACTAFRIC CI	26 400	4 777	1 792	514	7 040	14 626	160 000	3212,5	4 050	5 175	19 882	0,02585253	0,618448848	9,897570079
2001	TRACTAFRIC CI	22 903	4 186	1 361	648	7 040	14 549	160 000	4050	4 050	2 950	17 505	0,037017995	0,571036847	9,770241833
2002	TRACTAFRIC CI	23 695	4 564	1 265	241	7 040	14 067	160 000	1506,25	4 050	3 591	17 956	0,013421697	0,608654489	9,7956796
2003	TRACTAFRIC CI	17 851	3 927	1 217	632	5 936	13 974	160 000	3950	4 050	3 545	17 665	0,03577696	0,544975941	9,77934056
2004	TRACTAFRIC CI	19 388	3 744	1 123	166	6 674	13 416	160 000	1037,5	4 050	2 963	19 155	0,008666145	0,648029235	9,860319057
2005	TRACTAFRIC CI	17 127	2 896	610	1 197	5 600	13 888	160 000	7481,25	4 050	4 890	20 857	0,057390804	0,602627415	9,945444902
2006	TRACTAFRIC CI	23 228	3 561	1 358	943	7 360	14 108	160 000	5893,75	31 950	5 442	23 803	0,039616855	0,716506323	10,0775669

2007	TRACTAFRIC CI	32 080	3 975	2 345	2 564	8 722	10 987	160 000	16025	14 400	5 228	16 317	0,157136729	0,861187718	9,699962788
2008	TRACTAFRIC CI	23 892	3 430	2 032	2 035	19 240	10 458	160 000	12718,75	11 250	6 318	18 435	0,110387849	1,476376458	9,822006311
2009	TRACTAFRIC CI	21 570	2 202	826	722	18 560	9 024	160 000	4512,5	11 250	6 318	18 435	0,039164632	1,517276919	9,822006311
2010	TRACTAFRIC CI	28 166	4 178	2 490	1 365	16 000	8 385	160 000	8531,25	11 250	6 318	18 435	0,074043938	1,413072959	9,822006311
2011	TRACTAFRIC CI	25 505	4 161	2 347	894	13 440	7 275	160 000	5587,5	8 550	7 907	18 005	0,049652874	1,342404888	9,798404776
2012	TRACTAFRIC CI	40 677	7 015	4 794	2 417	14 880	8 167	160 000	15106,25	10 710	9621	24 937	0,096924249	1,26919838	10,12410792
2013	TRACTAFRIC CI	42 846	6 830	4 600	2 066	17 920	8 348	160 000	12912,5	11 250	8 537	22 243	0,092883154	1,430337634	10,00978263
2014	TRACTAFRIC CI	49 188	7 493	4 953	2 320	27 040	7501	160 000	14500	12 600	15 524	31 841	0,072862033	1,613642788	10,36851005
2000	UNLC-UNILIVER CI	107 924 116	23 499	13 845	12 179	57 981	37 416	1 610 600	7561,778219	6 723	25 197	70 098	0,173742475	1,293374989	11,15764954
2001	UNLC-UNILIVER CI	123 873	25 341	13 736	2 449	64 424	31 943	1 610 600	1520,551347	4 586	27 070	86 981	0,028155574	1,37342638	11,37344498
2002	UNLC-UNILIVER CI	117 534	25 357	9 847	1 315	64 424	20 692	1 610 600	816,4659133	2 725	40 961	87 313	0,015060758	1,500864705	11,37725464
2003	UNLC-UNILIVER CI	115 241	19 328	4 506	1 502	59 592	16 181	1 610 600	932,5717124	0	40656	46 358	0,032400017	1,936429527	10,74414916
2004	UNLC-UNILIVER CI	415	21 529	4 213	-4 709	43 969	8 228	1 610 600	-2923,755122	0	27 696	84 258	-0,055887868	1,424185241	11,3416388
2005	UNLC-UNILIVER CI	96 072	10 889	-427	-10 608	21 743	-2 383	1 610 600	-6586,36533	0	52 512	78 218	-0,135620957	1,308445626	11,26725508
2006	UNLC-UNILIVER CI	120 98 842	21 234	10 356	6 947	19 005	4 563	1 610 600	4313,299392	0	34 622	78 519	0,088475401	1,183930004	11,27109591
2007	UNLC-UNILIVER CI	144 363	32 008	17 903	21 267	62 330	25 823	1 610 600	13204,39588	8 100	28 955	77 351	0,2749415	1,471965456	11,25610878
2008	UNLC-UNILIVER CI	926	24 416	15 505	61 472	118 379	72 795	1 610 600	38167,14268	34 200	35 407	108 223	0,568012345	1,421204365	11,59194919
2009	UNLC-UNILIVER CI	85 772	17 201	7 117	5 148	112 669	15 926	1 610 600	3196,324351	2 421	32092	64 464	0,079858526	2,500729089	11,07386221
2010	UNLC-UNILIVER CI	79 404	14 345	4 876	-90	96 636	11 504	1 610 600	-55,87979635	0	32093	64 464	-0,001396128	2,320613055	11,07386221
2011	UNLC-UNILIVER CI	82 401	15 975	7 379	2 756	61 202	86 725	1 610 600	1711,163542	1 233	35517	67 301	0,040950357	0,620763436	11,11693037
2012	UNLC-UNILIVER CI	73 373	8 665	1 007	-2 843	64 424	16 232	1 610 600	-1765,180678	1 233	31994	68 644	-0,041416584	1,70205699	11,13668901
2013	UNLC-UNILIVER CI	58 800	8 708	1 324	2 131	66 840	9 199	1 610 600	1323,1094		32443	62 602	0,034040446	1,920753331	11,04455251
2014	UNLC-UNILIVER CI	57 770	3 480	-5 880	-12 197	59 592	-5 129	1 610 600	-7572,954179		31994	68 643	-0,177687455	1,942863803	11,13667444
2000	UNIWAX CI	20 720	3 344	716	-232	16 763	4 151	350 000	-662,8571429	0	8183	15 302	-0,015161417	1,824205986	9,635738818
2001	UNIWAX CI	24 334	3 082	428	-710	13 977	3 441	350 000	-2028,571429	0	9 949	14 660	-0,048431105	1,718690314	9,592877975
2002	UNIWAX CI	25 836	4 772	1 797	656	8 750	4 097	350 000	1874,285714	1 350	9 949	14 660	0,044747613	1,31739427	9,592877975
2003	UNIWAX CI	22 208	5 050	1 441	151	6 998	3 722	350 000	431,4285714	0	14233	17956	0,008409445	1,182445979	9,7956796
2004	UNIWAX CI	13 904	2 073	-1 546	-3 018	5 941	705	350 000	-8622,857143	0	13494	14199	-0,21255018	1,368758363	9,560926819

2005	UNIWAX CI	10 556	1 853	-1 018	-1 815	5 598	-1 110	350 000	-5185,714286	0	14199	13089	-0,138666055	1,512491405	9,479527462
2006	UNIWAX CI	11 448	2 103	20	-1 087	5 040	-2 197	350 000	-3105,714286	0	13517	11320	-0,096024735	1,639310954	9,334326352
2007	UNIWAX CI	16 710	5 076	2 807	2 063	8 250	3 866	350 000	5894,285714	0	7972	11839	0,174254582	1,370301546	9,379154445
2008	UNIWAX CI	18 249	4 913	2 134	1 021	18 000	4 886	350 000	2917,142857	0	9936	14822	0,068884091	1,884765889	9,603867843
2009	UNIWAX CI	18 942	4 692	1 612	761	13 500	5 647	350 000	2174,285714	0	11544	17 192	0,044264774	1,456782224	9,752199438
2010	UNIWAX CI	18 375	4 417	1 103	107	6 937	5 754	350 000	305,7142857	0	11219	17 192	0,006223825	1,068811075	9,752199438
2011	UNIWAX CI	22 653	3 332	251	-767	5 666	4 987	350 000	-2191,428571	0	17325	22 357	-0,034306928	1,030370801	10,01489475
2012	UNIWAX CI	26 284	4 544	1 277	1 405	4 500	6 393	350 000	4014,285714	846	13735	20 128	0,069803259	0,905951908	9,90986716
2013	UNIWAX CI	27 722	5 906	1 915	1 151	29 250	6 838	750 000	1534,666667	1 350	12 436	19 275	0,059714656	2,162749676	9,866564198
2014	UNIWAX CI	36 480	9 286	4 913	2 370	30 000	8 083	750 000	3160	2 430	11 198	22 011	0,107673436	1,995729408	9,999297607

2- Synthèse des statistiques descriptives

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
id	390	13.5	7.509634	1	26
t	390	8	4.326044	1	15
tobinq	390	1.762703	2.986587	.3289953	40.66667
dtobinq	390	.0830028	.4762244	-.9077042	4.270782
roa	390	.0352464	.2457325	-2.902665	1.069182
droa	390	-.2277964	31.21104	-484.8963	39.18281
lnta	390	10.2617	1.538429	5.068904	13.92696
sector	390	.1538462	.3612647	0	1
ca	390	70966.72	107180.2	1	816000
varca	390	2.451079	45.26182	-.9422244	893.7273
dcp	390	-.1063769	265.2944	-5229	147.6922
tailca	390	8.115385	2.931001	3	14
first	390	.6521346	.1762161	.3581	.9585
second	390	.0786385	.0924745	0	.2716
third	390	.0188308	.0328913	0	.105
fourth	390	.0072692	.020532	0	.0787
concat	390	.4728727	.213432	.1451976	.9187223
scfca1	390	.7282051	.4454562	0	1
scfca2	390	.2820513	.4505762	0	1
scfca3	390	.3384615	.4737942	0	1
scfca4	390	.0717949	.2584796	0	1

scfca5	390	.7692308	.4218662	0	1
scfca5	390	.7692308	.4218662	0	1
scfca6	390	.3076923	.4621313	0	1
bicameral	390	.4230769	.494682	0	1
govindex1	390	8.615385	5.633244	0	21
sp1	390	1	0	1	1
sp2	390	.1282051	.3347475	0	1
sp3	390	.8179487	.3863825	0	1
govindex2	390	1.946154	.5066885	1	3
tpi2	390	.8461538	.3612647	0	1
tpi3	390	.4717949	.4998451	0	1
tpi4	390	.4974359	.5006357	0	1
govindex3	390	2.584615	.864477	0	4
cr1	390	.7333333	.4427847	0	1
cr2	390	.2666667	.4427847	0	1
govindex4	390	1	.6332679	0	2
ethic1	390	.3948718	.489451	0	1
ethic2	388	.9381443	.2412043	0	1
ethic3	390	.5487179	.4982601	0	1
govindex5	390	1.876923	.9432377	0	3
govindex	390	16.02308	6.842855	5	30
govindext	390	146.4615	118.4628	5	450
globalgov	389	14.12082	7.60516	3	34
iprotect	390	.2666667	.4427847	0	1
ipgov	390	5.253846	9.544897	0	30

bme1	390	.6512821	.4771767	0	1
bme2	390	.6512821	.4771767	0	1
bme3	390	.6641026	.4729099	0	1
bme4	390	.6717949	.4701631	0	1
bme5	390	.6666667	.4720101	0	1
bme6	390	.6615385	.4737942	0	1
bme7	390	.674359	.4692158	0	1
bm1	390	4.641026	3.158106	0	7
bm1	390	4.641026	3.158106	0	7
bmi1	390	.6666667	.4720101	0	1
bmi2	390	.6846154	.4652657	0	1
bmi3	390	.6666667	.4720101	0	1
bmi4	390	.6641026	.4729099	0	1
bmi5	390	.6589744	.4746629	0	1
bmi6	390	.6666667	.4720101	0	1
bmi7	390	.6897436	.4631927	0	1
bm2	390	4.697436	3.140374	0	7
lockin1	390	.674359	.4692158	0	1
lockin2	390	.6589744	.4746629	0	1
lockin3	390	.6794872	.4672732	0	1
lockin4	390	.6615385	.4737942	0	1
lockin5	390	.6871795	.4642375	0	1
lockin6	390	.6820513	.4662776	0	1
lockin7	390	.6589744	.4746629	0	1
bm3	390	4.702564	3.157192	0	7

bmc1	389	.6812339	.4665983	0	1
bmc2	389	.6786632	.4675912	0	1
bmc3	389	.6580977	.4749579	0	1
bmc4	390	.6538462	.4763541	0	1
bmc5	390	.6615385	.4737942	0	1
bm4	390	3.328205	2.22973	0	5
bmci1	390	.6589744	.4746629	0	1
bmci2	390	.6769231	.4682525	0	1
bmci3	390	.6487179	.4779841	0	1
bmci4	390	.6615385	.4737942	0	1
bm5	390	2.646154	1.781921	0	4
bm	390	20.01538	13.19382	0	30

ANNEXE 5 : Correspondances administratives

UNIVERSITE CHEIKH ANTA DIOP DE DAKAR (SENEGAL)



ECOLE DOCTORALE « SCIENCES JURIDIQUES, POLITIQUES, ECONOMIQUES ET DE
GESTION » JPEGE UCAD

Adresse postale : 16996-Dakar Fann, Tél. : 824.78.61/Fax : 825.19.79, Email: mbsall@refer.sn

Lettre de Recommandation

J'ai l'honneur de venir par la présente lettre; vous recommander le dossier de Candidature de Monsieur **ADEROMOU Babarindé René**.

Monsieur **ADEROMOU Babarindé René** est inscrit en deuxième année de Thèse de Doctorat Unique en Sciences de Gestion (Identifiant 201507D45) sous ma supervision à l'ECOLE DOCTORALE « SCIENCES JURIDIQUES, POLITIQUES, ECONOMIQUES ET DE GESTION » de l'UNIVERSITE CHEIKH ANTA DIOP DE DAKAR.

Thème : Effet des facteurs institutionnels et du *Business model* sur les performances des sociétés cotées à la bourse régionale des valeurs mobilières.

L'intéressé, dans le cadre de sa thèse, doit consulter les archives de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières et collecter des données primaires auprès des différentes sociétés qui y sont cotées.

Compte tenu de sa grande disponibilité et de ses atouts remarquables je vous recommande vivement Monsieur **ADEROMOU Babarindé René** et vous remercie par avance de tout ce que vous serez amené à faire en vue de lui permettre de bien finir sa thèse.

Dakar, le 21/02/2017

Mahmoudou Bocar SALL
Prof. Agrégé des Universités

Prof. Mahmoudou Bocar SALL

UNIVERSITE CHEIKH ANTA DIOP DE DAKAR



ECOLE DOCTORALE SCIENCES JURIDIQUES, POLITIQUES,
ECONOMIQUES ET DE GESTION



LE DIRECTEUR

Dakar, le 20 février 2017

ATTESTATION D'APPUI INSTITUTIONNEL

Je soussigné, Professeur **François Joseph Cabral** Directeur de l'Ecole Doctorale « Sciences Juridiques, Politiques, Economiques et de Gestion », certifie que **Monsieur Babarindé René ADEROMOU** né vers 1983 à Illikimou (Bénin) est régulièrement inscrit à l'Ecole Doctorale pour une thèse de doctorat sur le sujet :

« Effets des facteurs institutionnels et du business model sur les performances des entreprises cotées à la bourse régionale des valeurs mobilières »

Il travaille sous la direction du **Pr Mahmoudou Bocar SALL**, Professeur Agrégé de la Faculté des Sciences Economiques et de Gestion.

Monsieur Babarindé René ADEROMOU bénéficie de la pleine approbation de l'Ecole Doctorale et de l'assurance de son appui institutionnel pendant toute la durée de sa recherche, ainsi que de son appui pour la consultation des archives et la collecte des données auprès de la BCEAO, de la BRVM et des entreprises cotées.

En foi de quoi, il lui est délivré cette attestation pour servir et valoir ce que de droit.

Pr François Joseph CABRAL

Ecole Doctorale
Sciences Juridiques, Politiques
Economiques et de Gestion
Le Directeur
François Joseph CABRAL



BOURSE REGIONALE DES VALEURS MOBILIERES
SOCIETE ANONYME AU CAPITAL DE FCFA 3 062 040 000 Siège Social: Abidjan - COTE D'IVOIRE
Adresse: 18, Rue Joseph Anoma (Rue des Banques) - 01 BP 3802 Abidjan 01
Tel: (225) 20 326 685 / 20 326 686 Fax : (225) 20 326 684

Formulaire d'accès à la Base de Données Boursières de la BRVM

<u>Demandeur</u> ADEROMOU Babarinde' Rene'	<u>Société</u> Etudiant
<u>Date</u> 13/06/2017	
<u>Responsable du Demandeur</u>	<u>Visa du Responsable</u>
<u>Titre du Responsable</u>	
<u>Autorisations</u>	
<u>Nom et prénoms de l'utilisateur</u> ADEROMOU Babarinde' Rene'	
<u>Adresse géographique (localisation du poste)</u> 05 BP 9068 Cotonou/BENIN	
Résidence / Abomey-Calavi	
ou BP: 64460 Dakar / ECAD-ID	
<u>Email utilisateur</u>	<u>Titre de l'utilisateur</u>
adebarene@gmail.com	Doctorant à l'EDJPEG/SENEGAL
<u>Réservé à la BRVM</u>	
<u>Nom d'utilisateur</u> UCAD-BADEROMOU	<u>Date</u> 14/06/2017
<u>Mot de passe</u> Motdepasse**	
<u>NB</u> : L'utilisateur devra changer son mot de passe à la première connexion	

Merci de remplir une fiche par utilisateur

TABLE DES MATIERES

AVERTISSEMENT	i
DEDICACE.....	ii
REMERCIEMENTS.....	iii
SIGLES ET ABREVIATIONS	iv
LISTE DES TABLEAUX	vi
LISTE DES FIGURES.....	viii
RESUME.....	ix
ABSTRACT	ix
SOMMAIRE	x
INTRODUCTION GENERALE	1
1- Problème et questions de recherche.....	2
2- Objet et ancrage théoriques de la recherche.....	9
3- Objectifs de la thèse.....	13
4- Intérêts de la thèse.....	13
4-1- Intérêts théoriques.....	13
4-2- Intérêts pratiques	16
4-3- Intérêts méthodologiques et posture épistémologique.....	17
5- Plan de la thèse	19
PREMIERE PARTIE :.....	20
FACTEURS INSTITUTIONNELS, <i>BUSINESS MODEL</i> ET PERFORMANCES DES SOCIETES : APPROCHE THEORIQUE	20
CHAPITRE 1 : Cadre théorique d'analyse des concepts de l'étude.....	22
SECTION 1 : Facteurs institutionnels et concept de Business Model	23
I- Les facteurs institutionnels	25
1- Gouvernance d'entreprise	26
1-1- Gouvernance et contexte.....	27
1-2- Modèle financier de la gouvernance, actionnaires et dirigeant d'entreprise	29
1-3- Gouvernance partenariale	32
1-4- Théorie cognitive de la gouvernance.....	35
1-5- Gouvernance comportementale	37
2- Code de bonne gouvernance et gouvernance des entreprises cotées sur la BRVM.....	39
3- Les facteurs juridico financiers relatifs aux pays d'origine des sociétés en matière de gouvernance d'entreprise.....	42
II- Business Model : Approche historique et dimensions	46
1- Approches historiques du Business Model.....	46
2- Les dimensions du Business Model.....	50
2-1- Business Model multi-face	50
2-2- Dimension financière et comptable du Business Model	51
2-2-1- Information comptable et intégration du Business Model	52

2-2-2-	Business Model et qualité de l'information comptable	54
2-2-3-	Les risques liés à la comptabilité d'intention	55
3-	Business Model et théorie des parties prenantes	56
SECTION 2 : Concept de la performance des entreprises		59
I-	Les approches traditionnelles et nouvelles de l'appréciation de la performance des entreprises	60
1-	Les mesures de performances issues de la rentabilité économique, financière et boursière	60
2-	La performance en termes d'efficacité, d'efficience et d'économie	66
3-	La performance des introductions en bourse	70
II-	Problématique de la performance : Le renouvellement de l'appropriation de la valeur	72
1-	La performance comme responsabilité sociale	73
2-	La création de la valeur partenariale	76
CHAPITRE 2 : Facteurs institutionnels et Business Model : Outils de la performance des sociétés		83
SECTION 1 : Dimensions institutionnelles de la performance		84
I-	Evolution du débat sur les pratiques de gouvernance d'entreprise et performance	84
1-	Evolution et interrelations entre les différentes pratiques de gouvernance d'entreprise	84
2-	Performance et structure, composition et fonctionnement conseil d'administration	92
3-	Structure de propriété et performance des entreprises	97
4-	Divulgence de l'information, rémunération et performance	101
5-	Pratiques éthiques, Responsabilité Sociale de l'Entreprise (RSE) et performances	103
II-	Protection des investisseurs, mécanismes de gouvernance et productivité	106
1-	Protection des investisseurs et développement financier	106
2-	Protection des investisseurs minoritaires et performances des sociétés	109
3-	Gouvernance des transactions avec les dirigeants et performance	114
4-	Gouvernance des transactions avec les salariés et performance des sociétés	118
5-	Gouvernance des transactions avec les créanciers financiers et performance des sociétés	119
6-	Gouvernance des transactions commerciales et performance des sociétés	121
SECTION 2 : Lien entre Business Model, marchés boursiers et Performances		124
I-	Business Model et Performances	124
1-	Business Model orienté innovation et performances	125
2-	Business Model orienté efficience et performances	127
3-	Complémentarité des ressources et performance	128
4-	Business Model Lock-in et performance des sociétés	130
5-	Comptabilité d'intention, Business Model et performance	132
II-	Marchés boursiers et performances des sociétés	136
1-	Introduction en bourse et performance des sociétés	136
2-	La performance à long terme des introductions en bourse	139
SECONDE PARTIE :		145
FACTEURS INSTITUTIONNELS, BUSINESS MODEL ET PERFORMANCES : CONTEXTE INSTITUTIONNEL ET APPROCHES METHODOLOGIQUE ET EMPIRIQUE		145
CHAPITRE 3 : Contexte institutionnel et méthodologique de la recherche		147

SECTION 1 : Contexte institutionnel, épistémologie, méthodes de collectes de données et variables utilisées	148
I- Contexte institutionnel, épistémologie orientée sciences de gestion, positionnement et design de la recherche.....	148
1- Contexte institutionnel.....	148
1-1- La nouvelle logique financière ayant conduit à la création de la BRVM	148
1-2- Caractéristiques de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières	151
2- Position épistémologique et dimension post-positiviste de la recherche	157
3- Design de la recherche	165
II- Source de données et opérationnalisation des variables	168
1- Données utilisées et leurs méthodes de collecte.....	168
1-1- Les données secondaires et la méthode collecte utilisée.	168
1-2- Recueil de données	171
2- Spécification des variables, hypothèses et modèle de recherche	172
2-1- Les mesures de la variable Facteurs Institutionnels : Les pratiques de gouvernance et la protection des investisseurs minoritaires	172
2-1-1- Les pratiques de gouvernance	172
2-1-2- Protection des investisseurs minoritaires	176
2-2- La variable médiatrice : Le Business Model.....	178
2-3- Les variables dépendantes : Les performances	180
2-4- Les variables de contrôle	182
3- Modèles théorique et hypothèses de recherche.....	184
3-1- Modèles théoriques de recherche	184
3-2- Hypothèses de recherche.....	188
SECTION 2 : Modèles d'analyse et méthodes de tests empiriques.....	199
I- Modèles d'analyse	199
1- Approches globales.....	199
2- Modèles de régression utilisés pour chaque hypothèse	210
2-1- Lien entre protection des investisseurs et pratiques de gouvernance	210
2-2- Lien entre pratiques de gouvernance d'entreprise et performances des sociétés	211
2-4- Indice de gouvernance global, médiateur dans la relation entre protection des investisseurs et performances	214
2-5- Business Model, médiateur de la relation entre indice de gouvernance global et performances	215
II- Méthodes de tests empiriques.....	216
CHAPITRE 4 : Présentation, analyse et discussion des résultats	220
SECTION 1 : Présentation des résultats	221
I- Statistiques descriptives	221
1- Statistiques descriptives des variables de mesure des performances opérationnelle et boursière.	221
2- La distribution des facteurs institutionnels.....	222
3- La distribution du Business Model des sociétés non-financières cotées sur la BRVM.....	223
4- La distribution des variables de contrôle	224

II- Résultats économétriques	225
1- Protection des investisseurs minoritaires et pratiques de gouvernance d'entreprise.....	225
2- Lien entre variable de gouvernance d'entreprise et performances des sociétés non-financières cotées	228
2-1- Structure, composition et fonctionnement du Conseil d'Administration et performances opérationnelle et boursière des sociétés.....	229
2-1-1- Séparation des fonctions de dirigeant et de président du conseil d'administration et performances des sociétés non-financières cotées	229
2-1-2- Forme bicamérale du conseil d'administration et performances opérationnelle et boursière des sociétés non-financières cotées sur la BRVM	230
2-1-3- Taille du conseil d'administration et performance et opérationnelle des sociétés.....	232
2-2- Lien entre structure de propriété et performances opérationnelle et boursière des sociétés	234
2-2-1- Lien entre présence d'investisseurs financiers et institutionnels et performances des sociétés	234
2-2-2- Lien entre Concentration de l'actionnariat et performances des sociétés non-financières cotées sur la BRVM.....	235
2-2-3- Effet modérateur de la présence d'investisseurs financiers et institutionnels sur le lien entre Concentration de l'actionnariat et performances des sociétés	237
2-3- Lien entre transparence et performances opérationnelle et boursière des sociétés.....	243
2-4- Lien entre rémunération et performances opérationnelle et boursière	244
2-5- Pratiques éthiques et RSE, et Performances opérationnelle et boursière	245
3- Effet du Business Model sur les performances des sociétés	246
4- Effets médiateurs de la gouvernance entre la protection des investisseurs minoritaires et les performances et du Business Model entre la gouvernance et les performances	249
4-1- Effet médiateur de la gouvernance entre la protection des actionnaires (ou investisseurs minoritaires et les performances des sociétés	249
4-2- Effet médiateur du Business Model entre la concentration du capital et les performances .	252
SECTION 2 : Discussion et portée des résultats	257
I- Discussion des résultats.....	257
1- Protection des investisseurs minoritaires et pratiques de gouvernance	257
2- Relation entre gouvernance et performances des sociétés	261
2-1- Structure et fonctionnement du conseil d'administration t performance	262
2-2- Structure de propriété et performances	265
2-3- Publication d'information, audit, rémunération, pratiques éthiques et performances.....	270
3- Effets du Business Model sur les performances.....	272
4- Effets médiateurs de la gouvernance et du Business Model	275
4-1- Rôle médiateur de la gouvernance dans la relation protection des investisseurs minoritaires et les performances.....	275
4-2- Rôle médiateur du Business Model dans la relation entre les pratiques de gouvernance et les performances.	277
II- Portée des résultats.....	278
CONCLUSION GENERALE	283
1- Synthèse de résultats	284
2- Contributions de la thèse	286
3- Implications managériales	287

3-1- Les pratiques de gouvernance	287
3-2- Le Business Model des Sociétés non-financières cotée à la BRVM	290
3-3- La protection des investisseurs.....	293
4- Limites et pistes de recherches futures	293
REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES.....	297
ANNEXES.....	A
TABLE DES MATIERES	AA

Titre de la thèse : Effets dynamiques des facteurs institutionnels et du Business Model sur les performances des sociétés non-financières cotées sur la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM)

Résumé :

L'objectif de cette thèse est de déterminer les effets des facteurs institutionnels et du Business Model des sociétés non-financières cotées à la BRVM sur leurs performances. En utilisant les estimateurs dynamiques LSDVC et GMM sur les données de panel de 26 sociétés cotées sur la période de 2000 à 2014, plusieurs résultats sont obtenus. Les résultats montrent que les pratiques de gouvernance adoptées par ces sociétés sont dépendantes de la protection des investisseurs et, la concentration de l'actionnariat constitue une réponse à une faible protection des investisseurs. Les résultats indiquent aussi un effet négatif et significatif de la séparation des fonctions de Directeur et de Président du Conseil d'Administration sur les performances et confirment ainsi la théorie *stewardship*. L'adoption d'une forme bicamérale de conseil d'administration affecte négativement la performance opérationnelle et positivement la performance boursière. La concentration de l'actionnariat a un effet positif sur les performances opérationnelle et boursière. La présence d'investisseurs financiers et institutionnels affecte positivement la performance opérationnelle de ces sociétés et modère négativement la relation positive entre la concentration de l'actionnariat et leurs performances opérationnelle et boursière. Plus ces sociétés tendent à être transparentes, plus leur performance opérationnelle augmente. Les résultats postulent également que l'indice global de gouvernance assure un rôle de médiation totale entre la protection des investisseurs et les performances. Le Business Model (innovation, complémentarité output et comptabilité d'intention) des sociétés affecte positivement les performances et joue un rôle de médiation partielle entre les pratiques globales de gouvernance et la performance opérationnelle. Q de Tobin ne serait pas la meilleure mesure du choix des investisseurs à la lecture du Business Model publié par les sociétés. Cette thèse plaide à la non-généralisation de toutes les pratiques de gouvernance à tous les marchés boursiers en Afrique comme certaines études tendent à le faire.

Mots clés : Gouvernance d'entreprise - Protection des investisseurs - Business Model - Société non financière cotée - Performances.

Abstract :

The purpose of this thesis is to investigate the effects of the institutional factors and Business Model of non-financial firms listed on the Regional Stock Exchange (BRVM) on their operating and stock market performances. Using dynamic panel data estimators (LSDVC and GMM) of 26 listed firms over the period 2000 to 2014, several results are obtained. The results show that the governance practices adopted by these firms are highly dependent on investor protection; and the concentration of ownership is a response to weak investor protection. The results also show a negative and significant effect of the separation of the functions of Director and Chairman of the Board of Directors on performance and thus confirm the *stewardship* theory. The adoption of a bicameral form of board negatively affects the operating performance and positively the stock market performance. The ownership concentration has a positive effect on operating and stock market performance. The presence of financial and institutional investors positively affects companies' operating performance and negatively moderates the positive relationship between ownership concentration and operating and stock market performances. The more firms tend to be transparent, the higher their operating performance. The results also show that the global governance index ensures a full mediating role between investor protection and performance. The Business Model (innovation, output complementarity and intent accounting) of firms positively affects performance and plays a partial mediating role between global governance practices and operating performance. Tobin's Q would not be the best measure of investor choice when reading the Business Model published by companies. This thesis argues for the non-generalization of all governance practices to all stock markets in Africa as some studies tend to do.

Keywords: Corporate governance - Investor protection - Business Model, Non-financial listed corporations - Performance.