

GOVERNANCE ET PERFORMANCE FINANCIERE DES ENTREPRISES AU MALI

CORPORATE GOVERNANCE AND FINANCIAL PERFORMANCE IN MALI

**Abdoulaye SOUMAILA MOULAYE¹, Issa BALLO², Abdoulaye MAIGA³,
Kalifa Ahmadou TOURE⁴,**

^{1,2,3,4} Université des Sciences Sociales et de Gestion de Bamako (USSGB), Mali

Faculté des Sciences Economiques et de Gestion (FSEG), Bamako, Mali

Résumé : Le présent article a pour objectif principal de définir la gouvernance d'entreprise et de vérifier son impact sur la performance financière des entreprises au mali. Cependant, pour atteindre cet objectif, nous avons opté pour la méthode qualitative exploratoire et l'utilisation des données secondaires (recherche documentaires). Pour pouvoir obtenir les données nécessaires concernant notre sujet, nous avons cherché une franche collaboration avec les services techniques de l'Office du Niger, la compagnie malienne de textile (CMDT) la SOTELMA, la Banque internationale pour le Mali (BIM) SA, la Banque malienne de Solidarité (BMS), les chercheurs du domaine et des données obtenues sur l'ensemble des travaux empiriques sur la question. Il a été question pour nous aussi de faire une analyse de contenu. Au regard de l'analyse des données, les principaux résultats ainsi obtenus montrent que les dirigeants ont tendance à investir dans des projets qui servent leurs intérêts plutôt que ceux qui créent de la valeur pour les actionnaires. Il ressort de notre analyse aussi que la catégorie de critère de gouvernance liée au Conseil d'Administration et à la rémunération des dirigeants et des administrateurs est fortement associée à la performance. Nos résultats indiquent également que l'état de gouvernance des entreprises maliennes qui s'inscrivent dans une démarche progressive d'adoption des standards de gouvernance et relevé des évidences indiquant que les entreprises mieux (mal) gouvernés réalisent une évolution positive (négative) de leurs indicateurs de performance comptables et boursiers.

Mots-clés : Gouvernance ; performance ; Conseil d'administration.

Abstract

The main objective of this article is to define corporate governance and to verify its impact on the financial performance of Malian companies. However, to achieve this objective, we opted for the exploratory qualitative method and the use of secondary data (documentary research). To be able to obtain the necessary data concerning our subject, we sought a frank collaboration with the technical services of the Office du Niger, the Malian textile company (CMDT), SOTELMA, the International Bank for Mali (BIM) SA, the Malian Solidarity Bank (BMS), researchers in the field and data obtained on all the empirical work on the issue. It was also a question for us of doing a content analysis. With regard to the analysis of the data, the main results thus obtained show that managers tend to invest in projects that serve their interests rather than those that create value for shareholders. Our analysis also



shows that the category of governance criterion related to the Board of Directors and the compensation of managers and directors is strongly associated with performance. Our results also indicate that the state of governance of Malian companies that are part of a gradual process of adopting governance standards and found evidence indicating that better (poorly) governed companies achieve a positive (negative) evolution of their accounting and stock market performance indicators.

Keywords: Corporate governance ; performance ; Board of Directors

1. Introduction

Les grands scandales de ces dernières années qui ont agité les milieux économiques dans la plupart des pays développés et de dysfonctionnements évidents du système économique, de nombreux débats se sont ouverts concernant les prises de contrôle, les rémunérations des dirigeants, les responsabilités des dirigeants et des administrateurs, la composition et le rôle du conseil d'administration, l'information et le rôle des actionnaires, etc. En effet, si les managers ont eu la possibilité d'hypothéquer l'avenir des entreprises dont on leur avait confiée la direction, en engageant des investissements hasardeux, risqués et contraires à la rationalité économique la plus simple, c'est bien parce que le système de suivi, d'encadrement et de contrôle juridique mis en place n'a pas permis de déceler, encore moins, de prévenir et de redresser à temps ces déviations managériales.

Cette crise particulière découle de la séparation de la propriété et de la gestion qu'a connue l'évolution de l'entreprise capitaliste suite à l'arrivée d'investisseurs externes entraînant la disparition progressive de l'entreprise capitaliste pure, où les pouvoirs se concentrent entre les mains de l'entrepreneur, au profit de l'entreprise managériale caractérisée par la dichotomie entre propriétaires et managers. Cette forme du capitalisme moderne implique une divergence des objectifs entre les dirigeants et les actionnaires. C'est ainsi, que la réforme de la gouvernance d'entreprise s'est avérée indispensable pour réduire les coûts d'agence résultant de la relation potentiellement conflictuelle entre les actionnaires et les dirigeants, diminuer le risque d'investissement (André et Schiehl 2004) et améliorer la valeur de l'entreprise, le cas échéant. C'est pourquoi, nous assistons ces dernières années à un changement dans les modes de gestion des entreprises. La relation entre les actionnaires, les dirigeants et les divers partenaires est en train de se transformer suite aux multiples modifications de la législation en matière de fonctionnement des sociétés dans différents pays du monde. Dans ce contexte, la gouvernance d'entreprise joue un rôle fondamental permettant une contribution positive des entreprises à l'efficacité économique et à la compétitivité du pays.

S'inscrivant dans ce sillage, le Mali conformément à certaines directives communautaires, a entamé depuis quelques années, différentes réformes de son système financier, fiscal et comptable et juridique des affaires. L'importance de ces réformes découle principalement des mutations que connaît le Mali ainsi que d'autres pays de la sous-région, aussi bien sur le plan technologique et économique. Compte tenu de l'importance du rôle joué par les entreprises dans ce contexte, en tant que moteur de création de richesse, il s'avère intéressant d'étudier l'organisation du pouvoir formel entre le dirigeant, le Conseil d'Administration et les actionnaires. Ces relations de pouvoir seront reprises sous le vocable de la gouvernance d'entreprise. La gouvernance d'entreprise est dictée tout d'abord par le droit des sociétés mais, en sus du cadre légal, il existe aussi des rapports ou codes de bonne conduite ajoutant des recommandations au cadre légal proprement dit. Ces recommandations, communes dans leurs grandes lignes à tous les rapports, traitent les thèmes de la transparence et du fonctionnement

du Conseil d'Administration, du choix des administrateurs, du rôle et de l'indépendance du conseil, de la création de comités spécialisés pour éclairer le travail du conseil, de l'éventuelle dissociation des fonctions de Président et de Directeur Général et de leur rémunération. La gouvernance d'entreprise est l'un des principaux moyens permettant de réduire les coûts d'agence nés de la relation potentiellement conflictuelle entre les actionnaires et les dirigeants.

A ce titre, les recherches se sont multipliées pour donner les déterminants d'un système de gouvernance efficace et examiner si les différents mécanismes de gouvernance impactent le comportement managérial et la performance des firmes in fine avec la mise en perspective de la théorie positive de l'agence. Même s'il est difficile de concevoir une situation où la Gouvernance d'entreprise n'est pas déterminante pour la compréhension du comportement managérial et la performance des firmes, (André et Schiehl, 2004) affirment que la littérature révèle certes, une association entre la qualité de la gouvernance d'entreprise et la performance des entreprises, mais que la recherche empirique reste prudente quant à la conclusion d'une relation de causalité entre ces deux concepts.

Au Mali, la recherche académique sur cette thématique semble être très faible voire pauvre et lorsqu'elle existe, elle traite le sujet uniquement d'un point de vue conceptuel et analytique. Il n'existe donc, à priori, aucune étude empirique sur la gouvernance des entreprises Maliennes et en particulier sur notre principal axe de recherche, à savoir, l'évaluation de la gouvernance d'entreprise et son effet sur la performance des entreprises maliennes.

Dans ce manuscrit, nous chercherons à définir une mesure de la gouvernance d'entreprise et à vérifier son impact sur la performance financière des entreprises.

Pour l'attente des objectifs de ce papier, nous avons posé les questions suivantes : comment mesure-t-on la qualité de la gouvernance d'entreprise ? Quelle est la relation entre la gouvernance d'entreprise et la performance des entreprises maliennes ? Autrement dit, nous chercherons à répondre à la question suivante : une bonne gouvernance d'entreprise permet-elle de créer de la valeur et une mauvaise amène-t-elle nécessairement à en détruire ?

Par ailleurs, nous inscrivons notre recherche dans le courant dominant interprétativiste car, il vise à traduire une perspective objectiviste du monde, « les objets existent naturellement indépendamment de nos expériences », à découvrir des régularités, à comprendre et enfin à expliquer des observations empiriques en mobilisant des théories interprétativistes.

Pour répondre aux questions précédemment posées, notre document s'articulera de la manière suivante : après la première partie consacrée à l'introduction, nous présentons la revue de la littérature en deuxième partie, puis, la méthodologie de recherche en troisième partie, par la suite, les résultats et la discussion en quatrième partie et enfin, en cinquième partie la conclusion.

2. Revue de la littérature

Cette partie de notre document de recherche est dédiée aux concepts de la gouvernance d'entreprise, de la performance et de la relation entre la gouvernance d'entreprise et la performance financière.

2.1. Gouvernance d'entreprise à travers les différentes phases du capitalisme

Le concept de gouvernance d'entreprise s'inscrit depuis quelques années comme une nouvelle réalité de la gestion (Dionne-Proulx et Larochelle, 2010). Le plus souvent, le concept de gouvernance d'entreprise recouvre l'organisation des relations entre les actionnaires, les administrateurs et les dirigeants de l'entreprise. Son contenu a évolué avec les différentes phases du capitalisme et s'est élargi récemment aux relations des dirigeants avec l'ensemble des partenaires de l'entreprise. A ce titre, la gouvernance d'entreprise est une question de société, elle évolue avec les modes de régulation de l'économie. Elle est définie par Charreaux, (1997) comme « l'ensemble des mécanismes qui gouvernent la conduite des dirigeants et définissent leur espace discrétionnaire.

La pratique de la gouvernance d'entreprise (Corporate gouvernance) a subi des mutations aux Etats Unis tout au long du 20^{ème} siècle. Après l'activisme de la banque industrie dans les années 20 et 30, après le capitalisme de l'actionnaire individuel dans les années 40, après les raids et les LBO funds des années 60 à 80, la gouvernance d'entreprise va s'institutionnaliser dans les années 90 sous l'égide des investisseurs institutionnels, premiers détenteurs de valeurs mobilières Américaines (Theys, 2003). Cette émergence du capitalisme institutionnel actif qui a profondément modifié la gouvernance d'entreprise aux Etats-Unis est le produit d'une législation encadrant les droits et les devoirs des principaux acteurs de l'économie Américaine (L'hélias, 1997). Plus récemment, durant les années 2002, des scandales financiers aux Etats-Unis (Enron et Worldcom) ont secoué le capitalisme et ont même poussé le gouvernement Américain à ignorer les règles du marché en intervenant dans les affaires en vue d'éviter un marasme économique. Ce qui a conduit à la mise en place de la loi SOX.

Quant au contexte malien, les entreprises ne sont que peu signalées par leur performance, leur efficacité et leur leadership sur le plan régional ou international. Au contraire, quand on parle d'elles, c'est presque toujours pour signaler les déficits, les difficultés, les subventions de l'Etat, les détournements, les scandales en tout genre¹. A l'indépendance, le pays n'avait pas d'entreprises de taille appréciable mais, était constellé d'établissements de commerces (tenus par des libanais, maliens et d'autres nationalités), de comptoirs représentant les grandes sociétés françaises (Maurel et prom, devez et chaumet, SCOA...). Les rares entreprises de taille significative étaient des opérations de développement de filière comme l'Office du Niger ou la CFDT (ancêtre de la CMDT) toutes dans le giron des pouvoirs publics. Le pouvoir de l'indépendance a donc décidé, avec l'aide des pays de l'Est principalement, à lancer une vaste politique de création d'unité industrielle dans différents domaines. Ce sont ainsi une quarantaine de sociétés d'Etat qui ont été mises en place dans la plupart des domaines de développement retenus (l'agro-industrie, les transports, les travaux publics, la finance, la pharmacie, le tourisme, les mines, l'imprimerie ou le commerce).

Ces entreprises avaient la particularité qu'elles avaient le monopole dans leur domaine d'activité et ne souffraient donc pas de concurrence. Elles étaient dirigées par les cadres de la République et étaient organisées pour rendre le Mali autosuffisant dans le domaine de leur compétence. Ces entreprises avaient également la particularité qu'elles étaient essentiellement mues par un volontarisme politique et non par un souci de correspondre véritablement aux attentes. Leur mode de gouvernement et leurs stratégies n'étaient pas uniquement de faire du profit mais, de traduire dans les faits les choix de développement du pays ; ce qui leur soumettait à chaque fois à l'onction des pouvoirs publics. Ce dispositif favorise malheureusement des

¹ <https://www.etudier.com/dissertations/Baradji/568726.html>

travers qui n'ont pas manqué de faire des entreprises d'Etat, des gouffres financiers pour l'Etat. Ces travers ont pour nom : l'incompétence des responsables ; la malhonnêteté des dirigeants ; la démobilisation du personnel qui ne distingue plus une entreprise publique d'une direction centrale d'un département ; les surstockages, la baisse de la production, les vols....

Au moment de la chute de la première république, ces maux étaient déjà diagnostiqués mais, rien de significatif n'a été entrepris. Or, la libéralisation du commerce créa aux sociétés d'Etat des concurrents de plus en plus dynamiques mettant ainsi davantage à nu leurs carences. Ce qui explique l'explosion des déficits des entreprises publiques pendant la décennie 70. Cette explosion a conduit en partie à l'ajustement structurel et à la prise de mesures douloureuses subséquentes. Cependant, à la période de l'ajustement structurel, l'Etat, à partir des années 80, pour faire face à ses engagements, maintenir une certaine quiétude sociale et faire face aux difficultés de gestion a consenti, sous la pression des institutions de financement multilatérales (BM et FMI) à restructurer les entreprises publiques, à libéraliser les secteurs d'activité économique et à ajuster son système financier. Cette période s'est traduite par la liquidation de nombreuses entreprises. Certaines furent restructurées. D'autres ont été privatisées. Le but de cette opération qui dure encore aujourd'hui sous certains aspects, est de soulager l'Etat des subventions importantes qu'elle faisait aux sociétés. Il s'agit également de permettre au secteur privé, notamment étranger, de se développer par l'investissement dans les entreprises cédées et par la création d'entreprises nouvelles. Actuellement, sur le plan structurel, notre paysage d'entreprises se caractérise par les traits suivants : les grandes entreprises (Banques, Assurances, sociétés industrielles, minières...) sont détenues par l'Etat et / ou des investisseurs étrangers ; l'Etat est entrain de céder ses parts dans les entreprises ou de les céder : exemple de la BIM, de la SOTELMA ou encore de la CMDT ; il n'y a plus d'entreprise considérée comme stratégique, c'est-à-dire vitale pour l'avancée du pays (exemple des chemins de fer aux Etats-Unis, exemple de l'énergie pour la France, ...); les privés nationaux investissent essentiellement dans le commerce (qui concurrence lourdement l'industrialisation), dans l'immobilier et de temps en temps dans l'agro-industrie (riz et transformation primaire, boissons et alimentaires...); l'entrepreneuriat est obstrué par des obstacles physiques (enclavement du pays, état des infrastructures), énergétiques (accès à l'énergie à moindre coût), bureaucratiques (procédures longues, coûteuses, non transparentes, pluralité des administrations...), liés aux autres facteurs de production (qualité de la main d'œuvre, qualité des cadres...).

Partout dans le monde, la gouvernance d'entreprise (Klein, 2010) a donc connu un fort développement de son usage au début des années 90, dans de nombreux rapports, thèses, articles ainsi que dans des textes réglementaires. Le droit des sociétés et les textes des organismes de contrôle réglementaire se sont ainsi adaptés aux nouvelles exigences de la gouvernance. Soulignons, à cet égard que ce concept a de multiples répercussions sur la vie des entreprises et de la société ce qui nous conduit à nous interroger sur ses origines, ses évolutions et ses motivations. Pour tenter d'y répondre, nous traiterons le sujet au travers des différentes phases du capitalisme, sachant que les diverses formes historiques de la gouvernance s'imbriquent entre elles. Les formes passées perdurent, alors même que, progressivement, d'autres formes prennent place majoritairement.

2.1.1. Capitalisme managérial

Le capitalisme managérial est apparu entre les deux guerres aux Etats-Unis et reposait sur l'émergence d'un nouveau modèle de régulation et de gouvernance d'entreprise. Ce changement était dû, d'une part, à une évolution des générations ; les générations créatrices

d'entreprises avaient transmis celles-ci à leurs descendants de plus en plus nombreux qui n'en étaient pas tous devenus dirigeants. Il s'expliquait, d'autre part, par la croissance des entreprises. En effet, les meilleures ont eu besoin d'ouvrir leur capital pour assurer leur forte croissance ce qui a contribué au développement des sociétés anonymes qui permettaient d'avoir des capitaux en provenance d'actionnaires qui n'étaient pas les dirigeants de l'entreprise. Ainsi a-t-on assisté à une séparation au sein de la société commerciale : d'un côté, l'actionnaire propriétaire, de l'autre, la direction. Ce schisme sociétaire qui va dorénavant rythmer le capitalisme moderne sera le détonateur du développement de la gouvernance d'entreprise.

L'ouverture du capital de l'entreprise a débouché sur une volonté des actionnaires de pouvoir sortir du capital afin de disposer de liquidités en cas de besoin. On assista dès lors à un appel public à l'épargne et à la création de marchés boursiers pour assurer le développement de l'entreprise. Aujourd'hui aux Etats-Unis, 80 % des entreprises n'ont pas d'actionnaire détenant plus de 10 % des actions. Leur actionnariat est donc très éclaté. Cela a ouvert la possibilité de divergences entre les intérêts des deux parties. Cependant, ils perdaient le contrôle effectif et ne se donnaient pas les moyens d'exiger auprès des dirigeants des objectifs susceptibles de les satisfaire davantage. Au point que, dans de nombreuses sociétés, les dirigeants cooptaient ou cooptent encore purement et simplement les membres de leur Conseil d'Administration ou de Surveillance. Le phénomène s'est répandu partout dans le monde occidental, après la seconde guerre mondiale, avec l'avènement des grandes entreprises qui constituaient de véritables conglomérats.

La figure emblématique des dirigeants n'a ainsi pas cessé de monter pendant les trente années glorieuses. La légitimité des dirigeants venait désormais de leurs compétences, leur figure se transforme (Igaliens et Point, 2009) et, à l'ère des patrons souvent rudes, succède l'ère des diplômés de business Schools Américaines, d'écoles de commerce et d'ingénieurs en France, qui vont chercher à obtenir une place dans la société et qui, pour cela, vont avoir à construire leur image auprès de l'opinion publique. Ils recherchaient la croissance et la pérennité de l'entreprise et fondaient leur pouvoir sur une alliance avec les salariés. Dans ce schéma, l'actionnaire n'avait pas beaucoup de place et l'efficacité réelle de ces grandes entreprises n'était pas tournée vers la valorisation des entreprises pour les actionnaires.

2.1.2. Capitalisme actionnarial

A la fin des années 70 et au tout début des années 80, on constate un déclin relatif de la puissance des Etats-Unis vis-à-vis des autres pays développés. L'opinion commune explique alors cette évolution négative par l'existence d'énormes conglomérats d'entreprises difficilement compétitifs. Ceux-ci s'étaient fortement diversifiés pour assurer leur longévité, et leur rentabilité ne constituait pas l'objectif prioritaire. Outre ces analyses de plus en plus prégnantes, on assiste alors à deux phénomènes qui vont bouleverser le jeu et conduire à passer majoritairement du capitalisme managérial au capitalisme actionnarial.

Le premier de ces phénomènes réside dans le rappel du jeu du marché boursier. Ainsi, dans les années 80, pour diverses raisons, la bourse a pris de plus en plus d'importance et le jeu du marché boursier a consisté à ce que les actionnaires retrouvent un poids à travers la possibilité de vendre leurs actions lorsque la rentabilité n'était pas suffisante. Ce qui affaiblissait l'entreprise cotée en bourse, qui pouvait alors faire l'objet d'OPA et constituait alors une sérieuse menace pour les dirigeants. Des acteurs sont ainsi apparus (les « raiders ») pour acheter de grands groupes peu rentables. En les revendant par parties, ils réalisaient des plus-values considérables. La force de rappel du marché boursier pour les dirigeants s'est donc avérée

décisive. Le second phénomène a consisté en un renforcement institutionnel du rôle des actionnaires qui se sont regroupés en association. A ce titre, un rappel à l'ordre des dirigeants par leurs mandants a eu lieu et a conduit précisément à la notion de gouvernance ce qui a permis de rappeler aux dirigeants, par de nouvelles règles du jeu, leur objectif de maximisation de la richesse des actionnaires. Trois effets s'en sont alors suivis : Le renforcement du contrôle juridico-institutionnel des dirigeants par les actionnaires, d'où la création de comités d'audit, de comités des rémunérations, comme de comités stratégiques.

La mise au point de mécanismes d'incitation dans la rémunération des dirigeants, de façon à les associer à l'intérêt des actionnaires ; d'où la montée en force des primes variables souvent plus fortes que les rémunérations fixes, des stock-options, etc. L'application de sanctions (renvoi des dirigeants), en cas de valorisation insuffisante des actions, bien plus fréquentes qu'auparavant.

2.1.3. Capitalisme institutionnel des années 90

Après les raiders des années 60 à 80 (L'hélias, 1997), qui ont pris le contrôle de sociétés sous cotées, sanctionnant ainsi souvent la mauvaise gestion de la direction en place, la gouvernance d'entreprise va s'institutionnaliser à partir des années 80 sous l'égide des investisseurs institutionnels², qui deviennent désormais les premiers détenteurs de valeurs mobilières Américaines. Cette émergence du capitalisme institutionnel actif a modifié profondément les rapports entre les actionnaires et les dirigeants.

Aujourd'hui, toutes les grandes sociétés Américaines sont « contrôlées » par des institutionnels, bien que ceux-ci aient généralement une participation très faible. Ils ont donc un pouvoir limité individuellement, mais important s'ils s'unissent dans l'expression de leur mécontentement.

Au cours des vingt dernières années (Jeffers et Plihon D., 2001), les investisseurs institutionnels sont devenus des acteurs majeurs de l'économie mondiale par l'importance de leurs opérations sur les marchés financiers. Ces investisseurs ont multiplié les prises de participations dans les grandes entreprises et sont en mesure de contrôler de manière parfois décisive la gestion de celles-ci. Leur détention des actions US est passée de 7,4 à 55,6 % de 1950 à 1999.

Toutefois, les marchés des capitaux n'ont pas atteint la même importance dans le financement des entreprises en Europe continentale que dans des pays comme les Etats-Unis ou la Grande-Bretagne. Alors que les entreprises Européennes ont opté le plus souvent pour un financement privé par les grandes institutions financières et notamment par les banques, le pouvoir de ces dernières est plutôt limité dans le paysage de la gouvernance d'entreprise américaine qui privilégie les mutual fund et les fonds de placement.

2.1.4. Typologie d'actionnariat

Nous allons définir les différents types d'actionnaires qui interviennent dans le paysage financier international dont le poids et les pouvoirs diffèrent d'un pays à un autre (Vernimmen, Quiry et Le Fur).

² Selon les classifications habituelles, les investisseurs institutionnels (les « zinzins »), regroupent trois types principaux d'institutions : les organismes de placement collectif (OPC), les compagnies d'assurances et les fonds de pension. Le poids de ces différentes institutions financières est très variable selon les pays. Les fonds de pension dominent aux États-Unis tandis que les assurances ont le plus gros portefeuille au Japon ; en France, la première place revient aux fonds mutuels, les OPCVM.

Tableau 1 : Actionnariat des cinquante premières capitalisations boursières dans six pays (2015)

Actionnariat	Allemagne	Espagne	Etats-Unis	France	Italie	Royaume-Uni
Eclaté	44 %	28%	80%	44%	22%	92%
Familial et Fondateurs	24%	26%	20%	34%	42%	4%
Etat et Collectivités locales	6%	4%	0%	14%	16%	2%
Autres Sociétés Cotées	18%	24%	0%	8%	14%	2%
Institutions Financières	8%	12%	0%	0%	6%	0%
Autres	0%	6%	0%	0%	0%	0%

Source : nous-mêmes

2.1.5. Actionnariat familial

Nous entendons par actionnariat familial, un actionnariat constitué par les membres d'une même famille, parfois depuis plusieurs générations qui, souvent regroupés dans un holding commun, voire dans une fondation, exercent une influence sur le management. Ce modèle reste dominant en Europe continentale. Cependant, on peut observer un déclin de ce type d'actionnariat pour trois raisons :

Certains secteurs (télécoms, énergie, banques...) nécessitent de tels capitaux propres qu'ils relèvent plus difficilement du domaine de l'entreprise familiale. Cette dernière correspond plus à des secteurs plus légers et moins risqués (industries de transformation, biens de consommation, distribution, services...);

L'essor des marchés et la rémunération correcte de l'épargne financière démontrent que, sauf exception, il est préférable d'avoir un patrimoine diversifié que de prendre un risque spécifique ; Une tendance à la financiarisation des entreprises familiales qui se traduit par une sortie du groupe familial de plus en plus rapide ou sa dilution dans un ensemble plus vaste qu'il ne contrôle plus. Certains travaux de recherche ont essayé de déterminer la relation qui pouvait exister entre la création de valeur et l'actionnariat familial. Aussi, Maury (2006) a-t-il mis en évidence que la performance des entreprises familiales était meilleure que celle des entreprises non familiales ? Avoir l'essentiel de sa fortune investie dans une entreprise incite à bien surveiller les dirigeants et motive ces derniers s'ils sont membres de la famille contrôlante.

2.1.6. Fonds d'investissement

Les fonds d'investissement (private equity³), financés par des compagnies d'assurances, des fonds de pension, ou des particuliers fortunés, jouent un rôle majeur. Ils sont le plus souvent spécialisés suivant l'objectif de leur intervention : fonds de capital-risque, fonds de capital développement, fonds de LBO ou fonds de capital transmission⁴ et fonds de capital retournement qui correspondent à des stades différents de maturité de l'entreprise. Il existe aussi des fonds correspondant à des actifs bien particuliers comme les fonds d'infrastructure.

³ Car ils apportent des capitaux propres sans passer par la bourse.

⁴ Le rachat de l'entreprise par effet de levier, ou Leveraged Buy-Out en Anglais (LBO).

Les fonds de capital-risque financent des entreprises jeunes qui n'ont pas encore accès aux marchés financiers et pour lesquelles le financement par endettement n'est pas approprié. Certains se spécialisent sur le capital amorçage, d'autres sur le redressement d'entreprises en difficulté (capital retournement) alors que les fonds de capital développement deviennent actionnaires d'entreprises en forte croissance qui ont des besoins de financement élevés.

Quant aux fonds de LBO ou de capital transmission, ils investissent principalement dans des entreprises cédées par un groupe qui se recentre, par une famille où se pose un problème de succession, par un autre fonds qui veut réaliser sa plus-value, ou pour aider la croissance externe d'un acteur dynamique dans un secteur en concentration, voire pour retirer de la Bourse une entreprise : on parle alors d'opérations de public to private (P to P). Ces fonds ont une préférence très nette pour disposer du contrôle exclusif sur la société compte tenu du risque important pris à travers l'effet de levier. Ils s'accordent alors mal d'une cotation boursière d'autant qu'ils recherchent l'intégration fiscale entre le holding de reprise et la cible.

Cela ne les empêche pas de venir parfois s'introduire eux-mêmes en Bourse. Ces fonds sont également gérés par une équipe de professionnels dont la rémunération est liée à la performance pendant une durée de vie limitée (au maximum 10 ans) à l'issue de laquelle ils seront liquidés. À cette date, l'entreprise aura été revendue, introduite en Bourse, ou la participation aura été reprise par un autre fonds. En résumé, les fonds d'investissement ont pris une place importante dans l'économie et sont souvent une alternative attractive à la Bourse. Les fonds de LBO notamment sont une réponse efficace aux problèmes d'agences en mettant en place des contrôles importants (reporting strict), des mécanismes d'incitations (participation du management au capital) et de pressions (endettement financier important qui doit être remboursé). Ils apportent aussi une culture financière axée sur la génération de flux de trésorerie qui permet d'optimiser la gestion du BFR, de limiter les investissements nécessaires à ceux dont la rentabilité est raisonnablement démontrée.

Structure de propriété et contrôle dans le monde 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 propriété, qui s'est produit, au début du siècle, lors de l'émergence de la grande société cotée à actionnariat très diffus, et la concentration du pouvoir entre les mains des dirigeants. Ce démembrement s'est traduit sur le plan juridique par une séparation entre la propriété de la société et la gestion de celle-ci : les dirigeants gèrent une société qui ne leur appartient pas, les actionnaires assument les risques d'une gestion qu'ils n'aiment pas. Cette situation inédite ne poserait pas de problème particulier s'il n'y avait pas fondamentalement une divergence d'intérêt entre dirigeants et actionnaires « la séparation des fonctions de propriété et celle de décision est porteuse de conflits potentiels. La thèse de Berle et Means était alors à l'origine d'un renforcement de la réglementation boursière aux Etats-Unis aboutissant à la création de la Securities and Exchange Commission, chargée de protéger les investisseurs financiers. La question de la gouvernance s'inscrivait ainsi dès l'origine dans une perspective de « régulation » du comportement des dirigeants et de définition des « règles du jeu managérial ».

Tandis que certains systèmes de gouvernance se caractérisent par une propriété dispersée (outsider systems), d'autres ont tendance à concentrer la propriété (insider systems) entre les mains des actionnaires de contrôle qui peuvent être des individus, des holdings familiaux, des blocs d'alliance ou des institutions financières. Les conflits d'agence peuvent donc être sous deux formes différentes : le premier conflit intervient entre les dirigeants et les actionnaires dispersés (outsider) alors que le deuxième conflit apparaît entre les actionnaires de contrôle

(insider) et les minoritaires (outsider). Cette deuxième configuration est beaucoup moins comprise que la première. En l'absence du principe « une action, un vote », les données sur la concentration de la propriété peuvent soit surestimer ou sous-estimer le contrôle effectif que les actionnaires exercent sur la compagnie du fait que les différents pays ont mis en place plusieurs mécanismes pour séparer la propriété (cash-flow rights) du contrôle (voting).

Tableau 2 : Classification de la propriété et des droits de vote

Type de propriété	Pouvoir de vote dispersé	Pouvoir de vote concentré
Propriété dispersée	Plusieurs petits porteurs	Plusieurs petits porteurs
	Une action / un vote	Le pouvoir de vote est concentré entre les mains de Blockholders
	Conséquences : dirigeants puissants, faibles propriétaires, prise de contrôle par OPA Possible	Conséquences : Blockholders à droit de vote important, faibles minoritaires, OPA Impossible
Propriété concentrée	Actionnaires importants ou de contrôle	Actionnaires importants ou de contrôle
	Le pouvoir de vote est dilué à travers le vote plafonné	Les droits de vote alignés avec les droits de propriété : une action / une voix ou concentrés à travers d'autres mécanismes
	Conséquences : dirigeants puissants, propriétaires faibles, OPA difficiles	Conséquences : dirigeants faibles, minoritaires faibles, actionnaires majoritaires puissants, OPA possible .

Source : nous-mêmes

Enfin, Shleifer et Vishney (1997), constate que les systèmes de la Gouvernance d'Entreprise réussis, comme ceux des Etats-Unis, Allemagne et Japon, combinent une protection légale significative des investisseurs (au moins les plus influents) avec un rôle important des grands investisseurs. Cette combinaison les distingue des systèmes de gouvernance dans la majorité des pays où la protection légale des investisseurs est très limitée et qui sont dominés par des familles et actionnaires de contrôle (insider) qui reçoivent très peu de financement externe. La plupart des travaux de recherche empiriques, traitant de la relation entre la gouvernance et la performance, sont basés sur les données des firmes Américaines et Anglaises. Ils ont démontré une relation positive entre ces deux dimensions, à savoir la gouvernance et la performance quelle que soit la manière de les mesurer.

A travers cette littérature, nous formulons l'hypothèse suivante : les dirigeants auraient tendance à investir dans des projets qui servent leurs intérêts plutôt que ceux qui créent de la valeur pour les actionnaires.

2.2. Performance financière

La performance de l'entreprise a été la préoccupation de nombreux chercheurs. A ce niveau d'étude, il serait judicieux pour nous d'aborder la performance avant de parler de la performance financière. Ainsi, le but de toute d'entreprise est d'atteindre ses objectifs fixés et à moindre coût, donc être performante (Ballo, Diabaté et Guindo, 2022). La performance est un important indicateur de compétitivité pour une entreprise. Elle lui permet d'améliorer sa rentabilité, sa croissance et surtout d'augmenter sa part de marché. Elle a été définie par plusieurs chercheurs, à cet effet, Bourguignon (2000) la définit comme « la réalisation des objectifs organisationnels, quelles que soient la nature et la variété de ces objectifs. Cette

réalisation peut se comprendre au sens strict (résultat, aboutissement) ou au sens large du processus qui mène au résultat ». Barouche (2010) a aussi défini la performance comme « la capacité à atteindre des objectifs préalablement définis ». La performance est donc résumée comme la capacité de l'entreprise à mener des actions pour aboutir à des résultats conformément à ses objectifs fixés tout en optimisant les ressources mises en œuvre. Elle est fonction des indicateurs d'efficacité et de d'efficience de ce système.

Nous nous sommes astreints à limiter notre champ d'investigation à celui de la performance financière afin de proposer une définition claire et pertinente. Délimiter la performance au seul angle financier, revient à fixer pour objectif stratégique l'amélioration de la valeur actionnariale donc de la gouvernance (Djournessi, Gonne et Wamba, 2020).

Dans la littérature, bon nombre d'indicateurs appropriés sont mis en évidence pour se prononcer sur la performance financière d'une entreprise (Djournessi, Gonne et Wamba, 2020). Parmi ces indicateurs, dans notre étude, nous avons retenu l'indicateur comptable. S'agissant, bien sûr de la performance financière, elle doit avoir un lien étroit avec la gouvernance d'entreprise. L'étape suivante de notre papier est consacrée à la relation entre la gouvernance d'entreprise et la performance financière.

2.2.1. Relation positive entre la gouvernance d'entreprise et la performance

Les discussions académiques concernant le lien entre la gouvernance d'entreprise et la valeur de la firme ont démarré par l'analyse de Paul, Gompers, Joy L. Ishii, Andrew Metrick (2003). Dans leur étude très connue sur « la gouvernance d'entreprise et le coût du capital », Paul Gompers, Joy, Ishii, Andrew Metrick (2003) s'interrogent sur l'existence d'une relation entre les droits des actionnaires et la performance de l'entreprise. Le contexte de leur étude coïncide avec la montée en puissance du marché obligataire qui a favorisé des OPA hostiles même sur des grandes compagnies. Ceci a poussé les états à adopter des lois anti-prise de contrôle et les firmes à restreindre les droits des actionnaires.

Paul A. Gompers, Joy L. Ishii, Andrew Metrick ont construit un indice de gouvernance basé sur 24 critères de gouvernance « Gouvernance Index : G-Index », pour approcher l'équilibre des pouvoirs entre les actionnaires et les dirigeants au sein de 1500 firmes durant les années 1990. Ces 24 critères découlent des publications du centre de recherche de l'investisseur et se composent des catégories suivantes : tactiques pour retarder les OPA, les droits de vote, la protection des administrateurs dirigeants, les autres mécanismes anti-prise de contrôle et les lois étatiques (corporate by Laws and charters). Ils considèrent que le G-Index reflète l'équilibre du pouvoir entre les actionnaires et les dirigeants (Paul, Gompers, Joy L. Ishii, Andrew Metrick, 2003).

A partir des données publiées par le centre de recherche de l'investisseur (IRRC), pour chaque firme les chercheurs rajoutent un point quand la firme respecte un critère qui réduit les droits des actionnaires. La somme des points représente ainsi le G-Index. Les chercheurs ont divisé l'échantillon en 10 portefeuilles selon la notation G-Index. Ils ont ensuite examiné la relation entre la qualité de gouvernance des firmes et plusieurs mesures de performance : la rentabilité des actions, le Tobin's Q, qui a été par d'autres études comme indicateur de valeur de la firme⁵ ainsi que trois mesures comptables : la marge nette, le ROE et la croissance du chiffre d'affaires. L'examen de cette relation s'est focalisé sur la comparaison entre les firmes qui se trouvent dans le quartile du haut appelé « le portefeuille des dictateurs » avec des dirigeants puissants et des actionnaires faibles et les firmes qui se trouvent dans le quartile du bas appelé « le portefeuille des démocrates » ayant des dirigeants à faible pouvoir et des actionnaires puissants

⁵Depuis les travaux de Demsetz et Lehn [1985] et Morck, Shleifer, et Vishny [1988].

: un portefeuille constitué des firmes ayant le plus faible G-Index « portefeuille des démocrates » surperforme par rapport au portefeuille constitué des firmes ayant le G-Index le plus élevé « portefeuille des dictateurs » (Paul, Gompers, Joy L. Ishii, Andrew Metrick, 2003). En effet, Paul A. Gompers, Joy L. Ishii, Andrew Metrick démontrent que les investisseurs qui achètent les firmes classées dans le quartile du bas (droits forts des actionnaires) et vendent les firmes classées dans le quartile du haut (droits faibles des actionnaires) ont réalisé une rentabilité anormale de 8,5% par année durant la décennie testée.

A la lumière de ce qui précède, l'hypothèse suivante a été formulée : la catégorie de critère de gouvernance liée au Conseil d'Administration et à la rémunération des dirigeants et des administrateurs serait fortement associée à la performance.

3. Méthodologie

L'objectif de cet article est de répondre à la question suivante : une bonne gouvernance d'entreprise permet-elle de créer de la valeur et une mauvaise amène-t-elle nécessairement à en détruire ? La réponse à cette question délicate passe nécessairement par la confirmation ou l'infirmité des hypothèses retenues et énoncées (Ballo, Diabaté et Guindo, 2022). A cet effet, dans le cadre de cette recherche, nous avons choisi la méthode qualitative exploratoire pour valider ou invalider nos hypothèses formulées plus haut. Le chercheur a plusieurs approches méthodologiques pour bien mener sa recherche (Ballo, Diabaté et Guindo, 2022). La question qu'il doit prioritairement se poser est celle du choix de l'approche qu'il entend mobiliser pour conduire son travail. En ce qui concerne notre manuscrit, nous avons opté pour la méthode qualitative exploratoire et l'utilisation des données secondaires (recherche documentaires). Yin (1994) propose aux chercheurs la possibilité de choisir entre cinq stratégies de recherche : les expériences, les enquêtes, l'analyse d'archives, les études historiques, les études de cas. Nous avons choisi l'analyse de contenu comme stratégie permettant de valider ou d'invalider nos hypothèses (Guindo, Djiteye et Ballo, 2022). La collecte des données à l'aide du questionnaire est le mode de collecte le plus répandu dans les recherches quantitatives, alors que les recherches qualitatives privilégient l'entretien et l'observation. Notre analyse des données porte sur la recherche qualitative exploratoire, cela justifie notre choix de faire recours à l'entretien et à la consultation des données existantes dans les entreprises maliennes ciblées comme méthode de collecte de données. Il a été question pour nous, également, de faire une recherche documentaire sur la gouvernance d'entreprise et sur la performance financière.

Pour ce faire, il a été primordial de prendre connaissance de la science établie et reconnue. Nous avons procédé à la recension des écrits scientifiques sur le sujet et situer notre contribution originale par rapports aux connaissances établies. Pour pouvoir obtenir les données nécessaires concernant notre sujet, nous avons cherché une franche collaboration avec les services techniques de l'Office du Niger, la compagnie malienne de textile (CMDT) la SOTELMA, la Banque internationale pour le Mali (BIM) SA, la Banque malienne de Solidarité (BMS), les chercheurs du domaines et des données obtenues sur l'ensemble des travaux empiriques sur la question. Notre recherche consiste donc en une analyse des documents sur la gouvernance d'entreprise et la performance financière des entreprises maliennes.

4. Présentation et discussion des résultats

A ce niveau d'étude, nous allons présenter l'analyser des données et la discussion des résultats.

4.1. Analyse des données

A travers une analyse de contenu des données, nous avons constaté que les firmes ayant les droits des actionnaires les plus faibles ont tendance à être de larges firmes de l'Index S&P 500 avec un cours boursier, une prise de participation par les institutionnels et un volume d'échange relativement élevés, ainsi qu'une faible performance boursière et une faible croissance du chiffre d'affaires. Or, les années 1990 coïncident avec la montée en puissance de l'activisme des investisseurs institutionnels et une forte attention accordée aux principes de gouvernance. Il ressort de l'analyse que les chercheurs s'attendaient à une baisse de la participation des institutionnels dans les firmes ayant un G-Index élevé autrement dit où les droits des actionnaires sont les plus faibles. Toutefois, ils n'ont constaté aucune évidence d'une telle réduction que ce soit en termes de corrélations (pair Wise) ou d'analyse multivariée suggérant l'absence d'une relation solide entre le G-Index et les changements de prise de participation par les institutionnels. Par ailleurs, du fait que l'expérience menée n'utilise pas une affectation aléatoire (random assignment), autrement dit les firmes n'adoptent pas les principes de gouvernance de façon aléatoire, les chercheurs n'ont pas pu conclure de l'existence d'une relation de causalité mais ils ont établi des évidences confirmant leurs hypothèses. GIM considère que ces résultats découlent de trois explications possibles : (i) les principes de gouvernance causent des coûts d'agence élevés. Les investisseurs sous-estiment les coûts d'agence au début de la période d'étude, 1990 étant la première année de l'observation, (ii) les principes de gouvernance ne causent pas des coûts d'agence élevés mais les dirigeants qui prévoient une faible performance en 1990, adoptent des mécanismes de gouvernance en 1980 qui limitent les droits des actionnaires, ou bien (iii) les principes de gouvernance ne causent pas des coûts d'agence élevés mais leur présence est corrélée avec d'autres caractéristiques de la firme non spécifiées (secteur d'activité, inclusion dans S&P 500, détention par les institutionnels ...) qui causent une performance anormale en 1990. Ils ont ainsi tenté de tester quelle hypothèse serait valable et ont trouvé plus d'évidences en faveur de la première et la troisième hypothèse (le secteur d'activité expliquerait 15 à 30% de la performance anormale). Nous mettons l'accent sur la première hypothèse qui implique que des coûts d'agence élevés pour un G-Index élevé peuvent directement affecter la performance de différentes manières. (Augmentation de la rémunération des CEO et autres salariés, baisse de la productivité et la rentabilité des capitaux...). Une littérature consistante remontant au moins à Baumol (1959), Morris (1964), and Williamson (1964), soutient que les dirigeants pourraient entreprendre des projets non rentables afin d'en tirer des bénéfices personnels. Enfin, vu l'insuffisance des données, notre analyse corrobore que les chercheurs concluent de la nécessité d'études plus approfondies pour vérifier la validité de ces hypothèses qui impliqueraient l'adoption de politiques différentes (Paul, Gompers, Joy L. Ishii, Andrew Metrick, 2003). En acceptant les évidences empiriques qui indiquent que les principes de gouvernance d'entreprise peuvent affecter significativement la valeur de la firme, Bedchuck, Cohen et Ferrel (2009) se sont interrogés sur les critères de gouvernance responsables de cette corrélation et qui méritent donc plus d'attention de la part des régulateurs et décideurs publics qui œuvrent pour l'amélioration de la gouvernance d'entreprise. Nos données révèlent que parmi les 24 critères de GIM, les chercheurs ont supposé que 6 critères jouent un rôle significatif dans la corrélation entre les principes de gouvernance suivis par l'IRRC et la valeur de la firme et ont ainsi construit le E-Index (Entrenching provisions). Ces 6 critères ont été identifiés à partir des principes de l'IRRC qui attirent lors de leur mise aux votes le maximum d'opposition de la part des actionnaires. Les chercheurs ont également mené leur propre analyse juridique et économique sur les implications des six critères avec le support de six éminents experts en fusion-acquisition qui exercent dans six grands cabinets d'avocats. Les entretiens menés avec ces experts permettent de réconforter le choix des 6 critères qui concernent ainsi : le conseil avec des mandats échelonnés ou renouvelables par tranche, la limitation des amendements statutaires

aux actionnaires, les tactiques pour retarder les OPA (poison pills), les golden parachutes et exigence de la majorité pour la validation des fusions et des amendements des règlements Bedchuck, Cohen et Ferrel (2009), semblent favorables à l'enracinement des dirigeants dont les effets négatifs sur la valeur de la firme ne sont pas clairement établis par la littérature mais, supposer une telle relation est théoriquement défendable (Bedchuck, Cohen et Ferrel, 2009)). Ils constatent enfin que le E-Index est négativement lié à la valeur de la firme mesurée par le Tobin's Q ainsi qu'à la rentabilité des actions sur la période 1990- 2003 tandis qu'ils ne trouvent pas d'évidences de cette relation avec les 18 autres critères de GIM. BCF concluent que la relation entre la gouvernance et la performance est déterminée essentiellement par les 6 critères formant l'E-Index.

Au final, cette étude recommande de se focaliser sur une minorité de critères qui impactent le plus la rentabilité des portefeuilles et déconseille l'utilisation des Indices plus larges développés par les cabinets conseil aux investisseurs dont le plus influent est l'ISS (Institutional Shareholder Services) car ces indices comportent des critères qui ne seraient pas au même niveau d'importance ou qui sont des produits endogènes des autres critères.

Cependant, l'utilisation du BCF Index n'est pas aussi répandue dans le monde académique en comparaison à celle du GIM Index.

Nos résultats indiquent qu'en 2004 Brown et Caylor ont créé un Indice de gouvernance plus large que le GIM Index et le BCF Index en utilisant les données de l'ISS (Institutional Shareholder Services). Leur Index appelé « Gov-Score » est composé de 51 critères selon les domaines : Audit, Conseil d'Administration, Charte/ statuts (charter / bylaws), Compétence des administrateurs, rémunération des dirigeants et des administrateurs, concentration de la propriété et amélioration des bonnes pratiques. Les chercheurs ont ainsi créé un index « GovScore » comportant à la fois les mécanismes internes et externes de la gouvernance et l'ont relié aux performances opérationnelles, à la valeur de la firme et aux dividendes pour une base de 2327 firmes américaines (Brown et Caylor, 2004).

L'étude considère que, les dirigeants ont tendance à investir dans des projets qui servent leurs intérêts plutôt que ceux qui créent de la valeur pour les actionnaires (Jensen et Meckling, 1976 ; Fama et Jensen, 1983 ; Shleifer et Vishny, 1997). L'analyse présente aussi qu'une gouvernance effective a tendance à réduire les pouvoirs de contrôle donnés par les actionnaires aux dirigeants et augmente ainsi la probabilité d'investissement dans des projets à forte création de richesse (Shleifer et Vishny, 1997), suggérant que les firmes les mieux gouvernées ont de meilleures performances opérationnelles ce qui correspond à la première catégorie d'indicateurs de performance considérée par les chercheurs. Ensuite, les régulateurs et les défenseurs de la gouvernance d'entreprise affirment que les plus grands scandales boursiers (Adelphia, Enron, Parmalat, Tyco et WorldCom) sont dûs en grande partie à une pauvre gouvernance. Si leurs assertions sont valides, il devrait y avoir un marché Premium pour les entreprises bien gouvernées. Gompers et al (2003), Bedchuk, Cohen et Ferrell (2009) montrent que les firmes où le pouvoir des actionnaires est élevé ont un Tobin Q's plus important soit la deuxième mesure de performance considérée, suggérant que les firmes mieux gouvernées ont plus de valeur (Brown et Caylor, 2004).

Enfin, l'hypothèse du free Cash-Flow (Jensen 1986) soutient que les actionnaires des firmes où le contrôle est délégué aux dirigeants, reçoivent moins de Free Cash-Flow à travers le paiement de dividendes car une large remontée des Free Cash-Flow réduit la capacité des dirigeants à investir dans des projets destructeurs de valeur (investissements d'extension, acquisitions à VAN négative...). Ceci est consistant avec l'idée selon laquelle les gains sont employés pour la construction de sièges imposants plutôt que dans des projets à VAN positive suggérant que les firmes mieux gouvernées remontent plus de cash aux actionnaires (Brown et Caylor, 2004). Selon les données, l'étude considère ainsi six critères de mesure de performance adoptés par

d'autres recherches antérieures (Demsetz et Lehn 1985 ; Morck, Sheleifer et Vishney 1988 ; Bebchuk et Cohen 2003 ; Bebchuk, Cohen et Ferrell 2004 ; Paul A Gompers, Joy L. Ishii, Andrew Metrick 2003) : le retour sur capital ROE, la marge nette et la croissance du chiffre d'affaires comme mesure de la performance opérationnelle, le Tobin's Q en tant que mesure unique de la valeur et enfin deux mesures de rémunération des actionnaires (payout) : dividendes et rachat d'action (stock repurchases).

Une notation binaire est attribuée aux firmes selon la conformité aux 51 critères (les pratiques de gouvernance sont minimalement acceptables) et permet de déduire le Gov-Score qui varie de 13 à 38 avec une moyenne de 22.5 et un écart type de 3.45 (Brown et Caylor, 2004).

A travers une première analyse de contenu (analyse croisée ou cross sectionnel analyses = analyse univariée), en utilisant les corrélations de Pearson et Spearman, les chercheurs constatent qu'à l'exception de la croissance du chiffre d'affaires, l'ensemble des mesures de performance sélectionnées ont une corrélation positive significative avec le Gov-Score.

Dans une deuxième analyse, les chercheurs comparent les mesures de performance des firmes classées dans le quartile du haut (Gov-Score élevé) et des firmes classées dans le quartile du bas (Gov-Score bas) avec les performances moyennes du secteur. Les firmes du quartile du haut (bas) surperforment (sous performent) par rapport à la moyenne du secteur pour 4 mesures de performance (ROE, marge nette, Tobin's et dividendes).

Il ressort de l'analyse des données que les firmes bien gouvernées ont de meilleures performances opérationnelles (ROE et marge nette), plus de valeur (Tobin's Q), distribuent plus de dividendes aux actionnaires et rachètent plus d'actions alors que les firmes à faible « Gov-Score » ont de faibles performances opérationnelles, de faibles valorisations, paient moins de dividendes aux actionnaires et rachètent moins d'actions (Brown et Caylor, 2004).

Nous constatons à travers notre recherche documentaire que les chercheurs ont examiné ensuite l'association des 8 catégories de gouvernance et des 51 critères de gouvernance avec les 6 mesures de performance sélectionnées. Il s'avère que la catégorie de critère de gouvernance liée au Conseil d'Administration et à la rémunération des dirigeants et des administrateurs est fortement associée à la performance alors que la catégorie relative aux mécanismes anti prise de contrôle qui est déterminante dans le GIM et le BCF, est moins associée à la performance. Ils constatent également que les critères relatifs à la présence des administrateurs aux Conseils d'Administration, à l'indépendance du conseil et du comité de nomination présentent un meilleur lien avec la performance (Brown et Caylor, 2004).

A la lumière de nos résultats obtenus nous confirmons nos hypothèses formulées : H1 : les dirigeants auraient tendance à investir dans des projets qui servent leurs intérêts plutôt que ceux qui créent de la valeur pour les actionnaires ; H2 : la catégorie de critère de gouvernance liée au Conseil d'Administration et à la rémunération des dirigeants et des administrateurs serait fortement associée à la performance.

4.2. Discussion des résultats

Pour un sous échantillon de 1010 firmes pour lesquelles, il est possible d'obtenir à la fois le Gov-Score et le G-Index, les chercheurs déduisent que le « Gov-Score » présente une meilleure mesure de la qualité de la gouvernance car il intègre une large panoplie de critères contrairement aux G et E-Index qui se focalisent plus sur les mécanismes anti-prises de contrôle. Il découle aussi d'une base de données plus large que celle des 2 autres indices (plus de 2000 firmes). Cependant, son inconvénient est qu'il est construit à partir des données de 2003 uniquement (la première année où l'ISS a commencé à collecter les informations) contrairement aux données provenant de l'IRRC qui s'étalent sur plusieurs années et qui alimentent le G et E Index.

Les chercheurs restent prudents quant aux conclusions à tirer de leurs travaux car les résultats de l'étude n'impliquent pas une relation de causalité ce qui est cohérent avec les autres

recherches (Larcker, Richardson et Tuna 2004) qui reconnaissent l'impossibilité de résoudre le problème d'endogénéité des facteurs / variables. Ils considèrent qu'un horizon de données plus large est nécessaire avant d'essayer de vérifier une relation de causalité au sens de Granger. Leurs travaux ont permis toutefois, d'introduire des réformes sur les exigences des trois bourses Américaines (American Stock Exchange AMEX, the New York Stock Exchange NYSE et le Nasdaq Stock Market NASDAQ). Les trois bourses exigent désormais, une majorité d'administrateurs externes indépendants et un processus de nomination et de rémunération indépendant suggérant que le respect de ces critères permettrait l'atteinte d'une meilleure performance (Brown et Caylor, 2004). En 2005, Larcker, Richardson et Tuna, sont partis des études précédentes, qui examinent si les différentes structures de gouvernance impactent le comportement managérial et la performance organisationnelle, pour mener une analyse exploratoire incluant 2106 entreprises sur les mesures de la gouvernance d'entreprise et leur lien avec la performance « Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizationnel Performance ».

En l'absence de modèle théorique sophistiqué, les chercheurs considèrent l'affirmation traditionnelle que des niveaux élevés de gouvernance sont associés à de meilleurs résultats comptables et économiques de la firme. Ils s'attendaient d'une part à une relation négative (positive) entre des indices supposés traduire une « bonne » (« mauvaise ») gouvernance et les ajustements exceptionnels ainsi que les retraitements comptables et d'autre part à une relation positive (négative) entre les indices supposés traduire une « bonne » (« mauvaise ») gouvernance et les performances opérationnelles et boursière (Larcker, Richardson et Tuna, 2007). Partant du constat de la difficulté de trouver des indices de mesure fiables et valides de la gouvernance d'entreprise dans la littérature, les chercheurs ont considéré un large panel d'indicateurs incluant les caractéristiques du Conseil d'Administration, les mesures anti-prises de contrôle, les caractéristiques de rémunération ainsi que les caractéristiques liées à la propriété et à la structure du capital.

En utilisant l'outil d'analyse exploratoire PCA (principal component analysis), les chercheurs constatent que 14 facteurs caractérisent les 39 indicateurs individuels considérés. Plusieurs facteurs sont nommés par les indicateurs pour lesquels, ils s'attendaient à un lien fort avec la performance (actionnaire actif, block, affilié, composition du CA, politique de rémunération, réunions, administrateur référent, anti-prise de contrôle 1 et 2, âge des administrateurs, nombre de mandat, dette, pouvoir des dirigeants, taille du CA). L'étude démontre que ces facteurs sont corrélés à la performance opérationnelle et la rentabilité future des actions. Cependant, ces facteurs ont un faible lien avec les ajustements exceptionnels et encore moins avec les retraitements comptables.

Selon les chercheurs, ce résultat n'implique pas que la gouvernance d'entreprise a un faible impact sur le comportement managérial ou sur la performance opérationnelle. Il indique seulement la limite de leur capacité en tant que chercheur à mesurer et capter la complexité de ce concept qui est la gouvernance d'entreprise (Larcker, Richardson et Tuna, 2007). D'autres investigations sont ainsi nécessaires pour affiner les mesures de la gouvernance d'entreprise et développer des modèles permettant un examen plus sophistiqué de l'importance des mécanismes de gouvernance.

5. Conclusion

Ce papier avait pour objectif de définir une mesure de la gouvernance d'entreprise et de vérifier son impact sur la performance financière des entreprises. Pour ce faire, à défaut de mener une enquête sur le terrain, nous avons passé par l'utilisation des données secondaires surtout celles

fournies par les chercheurs qui ont eu à travailler sur la gouvernance d'entreprise et sur la performance financière des entreprises.

Nos résultats prouvent que les firmes où les droits des actionnaires sont plus forts (G-Index faible), ont une valeur plus importante, réalisent plus de profit et plus de croissance du chiffre d'affaires et font moins d'acquisitions et moins d'investissement. En partant du G-Index, les résultats révèlent que Bedchuck, Cohen et Ferrel, (2009), recommandent de se focaliser sur une minorité de critères qui impactent le plus la rentabilité des portefeuilles (EIndex) et déconseillent l'utilisation des indices plus larges, développés par les cabinets conseil aux investisseurs car ces indices comportent des critères qui ne seraient pas au même niveau d'importance ou qui sont des produits endogènes des autres critères. Il ressort de nos résultats que les firmes bien gouvernées qui ont de meilleures performances opérationnelles (ROE et marge nette), plus de valeur (Tobin's Q), distribuent plus de dividendes aux actionnaires et rachètent plus d'actions alors que les firmes à faible « GovScore » qui ont de faibles performances opérationnelles, de faibles valorisations, paient moins de dividendes aux actionnaires et rachètent moins d'actions.

Par ailleurs, les résultats corroborent qu'aucun indice ne peut mesurer convenablement la qualité de la gouvernance : les pratiques de gouvernance semblent dépendre du contexte particulier de la société et du secteur d'activité.

La gouvernance d'entreprise des entreprises est l'un des principaux moyens permettant de résoudre les conflits entre les actionnaires et les dirigeants. Elle est dictée tout d'abord par le droit des sociétés mais en sus du cadre légal, il existe aussi des rapports ou codes de bonne conduite ajoutant des recommandations au cadre légal proprement dit. Qu'elles soient disciplinaires ou cognitives, la plupart des théories micro de la gouvernance s'inscrivent dans la perspective de l'efficacité. La différence entre ces courants théoriques réside dans le fait que les théories disciplinaires (notamment la TPA) privilégient dans la création de valeur la réduction des pertes d'efficacité liée aux conflits d'intérêts entre dirigeants et investisseurs financiers alors que les théories cognitives privilégient la création de nouvelles opportunités. La théorie d'agence reste toutefois, la théorie la plus mobilisée par la plupart des travaux de recherche explorés, car elle sous-tend qu'en raison des divergences d'intérêts entre individus ou organisations, les relations de coopération s'accompagnent nécessairement de conflits inducteurs de coûts qui réduisent les gains potentiels issus de la coopération.

Par conséquent, la mise en place de mécanismes de gouvernance est considérée par la théorie d'agence comme un mode de résolution de ces conflits ou plus exactement de réduction des coûts résultant des conflits entre les dirigeants et les apporteurs des capitaux et par conséquent elle permettrait d'améliorer la performance de la firme. En revanche, le tour des débats et controverses sur la relation entre la gouvernance d'entreprise et la performance nous fait constater que les résultats des travaux empiriques divergent aussi bien sur les indices de mesure de la gouvernance d'entreprise que sur leurs effets sur la performance. Les chercheurs n'ont pas pu conclure à l'existence d'une relation de causalité mais ils ont néanmoins établi des évidences suggérant l'existence d'un effet positif de la gouvernance sur la performance quelle que soit la manière de les mesurer.

Au-delà de l'ambivalence des résultats concernant la relation entre la gouvernance d'entreprise et la performance, les études examinées nous ont permis de construire un indice de gouvernance sur la base des mécanismes identifiés comme clés par les différents travaux de recherche, de choisir les variables ainsi que les méthodes d'analyse et de formuler ainsi notre hypothèse générale de recherche qui implique que les entreprises maliennes bien gouvernées seraient caractérisées par une évolution positive de leur performance comptable et financière.

Nous avons également fait des recherches documentaires qui nous a permis d'obtenir des informations nécessaires concernant notre domaine d'étude. La principale limite de cette

recherche réside dans le fait que les données ne sont pas primaires. Absence de traitement de données par les méthodes statistiques connues par la science, dans les perspectives, une autre étude pourra se réaliser pour tester nos résultats obtenus avec les données statistiques afin d'enrichir la base de données scientifiques.

BIBLIOGRAPHIE

- [1] André P. et Schiehl E., 2004, « Systèmes de gouvernance, actionnaires dominants et performance future des entreprises », Finance Contrôle Stratégie, vol. 7, n° 2, Juin, p. 165- 193.
- [2] Ballo, I., Diabaté, A. et Guindo, L.A (2022), « Nécessité des pratiques d'audit interne dans les collectivités décentralisées du District de Bamako », Revue Internationale des Sciences de Gestion « Volume 5 : Numéro 2 » pp : 469-493.
- [3] Barouch G., (2010), « Booster la performance de son entreprise », La boîte à outils de votre succès ! TPE-PME, Collection Gestion Futée.
- [4] Baumol, W.J., (1959), « Business Behavior, Value and Growth ». The Macmillan Company, New York 159 sider.
- [5] Bebchuk L., Cohen A. et Ferrell A., (2009), « What matters in corporate governance ? », Review of Financial Studies, Février, vol. 22, n° 2
- [6] Berle A.A. et Means G., 1932, The Modern Corporation and Private Property, Macmillan, New York.
- [7] Bourguignon A, (2000), « Performance et contrôle de gestion. Encyclopédie de Comptabilité, Contrôle de gestion et Audit », Ed. Economica.
- [8] Brown L. D. et Caylor M. L., 2004, « Corporate Governance and Firm Performance », Working Paper, Georgia State University.
- [9] Charreaux, G., (1997), « Le gouvernement des entreprises : théories et faits ». Paris : Economica.
- [10] Demsetz H. et Lehn K., 1985, « The structure of corporate ownership: Causes and Consequences », Journal of Political Economy, 93, December, p.1155-1177.
- [11] Dionne-Proulx, J. et Larochelle, G., (2010), « Ethique et gouvernance d'entreprise ». Revue management et avenir, Vol 2. N°32. P. 36-53.
- [12] Djoumessi, F., Gonne, J. et Wamba, L.D., (2020), « L'introduction en bourse améliore-t-elle la performance financière de l'entreprise ? Une application au cas des entreprises cotées à la bourse à la Douala stock exchange (DSX) ». Revue congolaise de gestion vol.1, N°29. P. 101-133.
- [13] Fama E.F. et Jensen, M.C., (1983), "Separation of ownership and control", Journal of law Economics 26, June, p. 301-326.
- [14] Guindo. L.A, Djiteye A. et Ballo I., (2022) « Covid-19, l'économie du Mali paie un lourd tribut », Revue Internationale du chercheur «Volume 3 : Numéro 2» pp : 57-72.
- [15] Igalien J. et Point S., (2009), « Vers une nouvelle gouvernance des entreprises », Dunod, p. 47.
- [16] Jeffers, E. et Plihon, D., (2001), « Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises », revue d'économie financière, 63/pp. 137-152.
- [17] Jensen M.C. et Meckling W.H., 1976, « Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », Journal of Financial Economics, vol. 3, October, p. 305- 360.
- [18] Jensen M.C., (1986), "Agency costs of free cash-flow, corporate finance, and take-over", American Economic Review, 76, N°2, May, p. 323-329.
- [19] Klein O., 2010, « L'évolution du principe et de la pratique de la gouvernance d'entreprise à travers les différents âges du capitalisme », Le Blog note d'Oliver Klein, Janvier.

- [20] Larcker, D.F, Richardson S.A. et Tuna, A.I., (2004), "How Important is Corporate Governance?" SSRN, <http://ssrn.com/abstract=59821>, September.
- [21] Larcker, D.F, Richardson S.A. et Tuna, A.I., (2005), "How Important is Corporate Governance?" The Wharton School University of Pennsylvania Philadelphia, PA 19104-6365.
- [22] Larcker D. F., Richardson S. A. et Tuna I., 2007, « Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance », Working Paper, Stanford University,
- [23] L'hélias S., 1997, « Le retour de l'actionnaire, Pratiques du corporate governance en France, aux Etats-Unis et en Grande Bretagne », p. 11.
- [24] Maury B., (2006), «Family Ownership and firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations », Journal of Corporate Finance, 12(2), p. 321-341.
- [25] Morck R., Shleifer A. et Vishny R.W., 1988, « Management Ownership and Market Valuation: An empirical analysis », Journal of Financial Economics, March, p.293-315.
- [26] Morris R (1964), "The economic theory of managerial capitalism". London: MacMillan.
- [27] Paul, Gompers P. A., Ishii J.L. et Metrick A., 2003, « Corporate Governance and Equity Prices » The Quarterly Journal of Economics, vol. 118, n°1, Février
- [28] Shleifer A et Vishny. R.W., 1997, « A survey of Corporate Governance », Journal of Finance, 52, June, p.737-783.
- [29] Theys, J., (2003), « La gouvernance entre innovation et impuissance : le cas de l'environnement ». Développement Durable et Territoire.
- [30] Vernimmen P., Quiry P. et Le Fur Y., (2016), « Finance d'entreprise », Dalloz, 14ème édition.
- [31] Williamson O., (1964), "The economics of discretionary behavior: Managerial objectives in a theory of the firm", Prentice Hall
- [32] Yin R.K. (1994), « Case Study Research, Design and Methods », 2è édition, Sage publication.