

Une approche de la gouvernance par la proximité et l'effet sur la performance : le cas des entreprises financées par capital-investissement

Marlène MAWAMBA

Doctorante Université de Bourgogne – LEG/FARGO

**FARGO - Centre de recherche en Finance, ARchitecture
et Gouvernance des Organisations**

Cahier du FARGO n° 1110303

Version 1 – Mars 2011

Résumé : L'environnement socio-économique, ainsi que les difficultés auxquelles doivent faire face les investisseurs en capital installés au Cameroun justifient l'urgence pour ces derniers de mettre en place un contrôle par la proximité au-delà des mécanismes de gouvernance classiques. La théorie de l'agence permet de comprendre le rôle du contrôle en général et d'une approche par la proximité en particulier. Elle nous paraît également être un cadre adapté pour expliquer l'impact de ce contrôle des dirigeants sur la performance financière des entreprises soutenues à travers des tests économétriques effectués sur des données de panels. Il nous a semblé également important de comprendre les facteurs explicatifs de l'intensité de la surveillance des capital-investisseurs (CI). Ainsi, les régressions binaires révèlent une surveillance soutenue de la part des CI en cas de mauvaises performances récentes, de faible expérience du dirigeant au niveau du secteur d'activité de l'entreprise financée, de propriété familiale du capital, de faibles performances récentes, de montants importants investis par les CI relativement au capital de l'entreprise financée.

Mots clés : financement, contrôle, capital-investissement, théorie de l'agence

JEL Classification : G300

Contact : ladymarleine@yahoo.fr

Le capital-investissement est une technique financière née aux USA sous le nom de « *venture capital* ». D'abord traduit par capital-risque, les professionnels et les auteurs spécialisés lui préfèrent aujourd'hui le terme de capital-investissement (Hugot, 2009). Cette technique financière est entendue comme un investissement en fonds propres ou quasi-fonds propres, au sein des entreprises non cotées, effectué par des investisseurs professionnels qui s'attachent à réduire les asymétries informationnelles qui caractérisent ce type de firmes afin de financer leur démarrage, leur croissance, leur survie ou leur développement. Il est ainsi question de fournir des capitaux que les banques ne sont pas prêtes à engager car le risque auquel elles seraient exposées serait trop important pour elles (Mougenot, 2007).

Le capital-investissement a connu un essor important ces dernières années et occupe désormais une place fondamentale dans le financement des entreprises. En effet, les petites et moyennes entreprises incapables de produire une information financière fiable et des garanties, de se doter d'un système d'information optimal susceptible de réduire l'asymétrie d'information, n'ont pas la faveur des banques ni même celle d'une autre forme de dette financière. L'investisseur en capital doté de l'expertise lui permettant de réduire cette asymétrie d'information s'avère capable de fournir des financements à ce type d'entreprises.

On peut situer l'arrivée du capital-investissement au Cameroun, dans les années 80 avec l'apparition des formes privées de cette source de financement. Pour un investissement potentiel d'environ 3 milliards d'euros auprès d'une centaine d'entreprises et un marché financier à l'état embryonnaire, la place prépondérante qu'occupe ce mode de financement¹ pour les entreprises camerounaises en particulier, et africaines en général se conçoit de facto.

Ces dernières subissent en effet un rationnement aigu de la part du marché du crédit camerounais qui n'est pas étendu car on y dénombre une douzaine de banques dotée d'un réseau très faible. Certains emprunteurs sont systématiquement écartés du marché indépendamment du taux.

Si l'importance de ce mode de financement paraît avéré, les difficultés de mise œuvre restent nombreuses. La première difficulté est liée à l'actionnariat des sociétés financées. En effet, la plupart des sociétés cibles, hormis des filiales de grands groupes, sont des sociétés familiales. Les sociétés familiales

¹On assiste depuis quelques années au développement des fonds de capital investissement en Afrique. Ainsi, l'Afrique a attiré 7 % des fonds levés au bénéfice des pays émergents, soit 3 milliards de dollars en 2007 représentant 0,6 % du total mondial (5000 millions de dollars); une hausse de 22 % par rapport à 2006 (Capafrique, 2008). De plus en plus d'investisseurs privés africains ou internationaux dirigent leurs fonds vers l'Afrique non seulement pour la rentabilité que leur offre le marché africain (retour sur investissement supérieur à 25 % en moyenne pour les premiers fonds en Afrique du Sud), mais aussi parce que les marchés africains leur permettent de diversifier leurs investissements hors de l'Amérique latine et du Moyen-Orient et donc de réduire les risques.

rencontrent un problème de taille, elles reposent très souvent sur leur seul promoteur hostile à ouvrir son capital, encore moins à faciliter l'accès aux informations comptables et financières concernant son entreprise. Le recrutement dans ces sociétés ne repose pas toujours sur la base de la compétence mais davantage sur la base familiale.

La deuxième difficulté majeure est liée aux compétences. Les compétences requises favorisant l'accès au financement par capital-investissement ne sont pas toujours disponibles. Très peu d'entreprises ont des capacités pour le faire elle-même. Bien que les sociétés de capital-investissement (SCI) diffusent la liste des éléments composant le *business plan*, il leur est très difficile d'obtenir les informations requises en une seule fois.

La problématique posée par le risque moral est une variante déterminante pour les CI. Les problèmes liés à l'asymétrie d'informations viennent du fait que, contrairement au dirigeant d'entreprise, le CI ne dispose pas d'une bonne connaissance de l'entreprise, de sa technologie et de sa santé financière. Par conséquent, le CI se révèle moins outillé que le dirigeant lors de l'évaluation des projets. L'absence de centrale de bilans empêche l'accès aux informations comptables et financières sur la société à moins que les entreprises ne les leur fournissent directement.

L'inefficacité des lois reste également un facteur préoccupant pour les CI. Les actes uniformes de l'OHADA ont considérablement amélioré les procédures de règlement des conflits commerciaux, de même que la protection des créanciers et des entrepreneurs. Le contexte juridique apparaît désormais favorable, en théorie, à l'investissement en capital. Mais se pose le problème de l'application correcte de cette nouvelle loi par toutes les parties concernées. On affirme donc avec Megginson (2004) que le développement du capital-investissement demeure fortement lié aux facteurs institutionnels tels que le système légal local.

Ces difficultés conduisent les CI à mettre en place un contrôle et un partenariat de proximité. Ceci d'autant plus qu'elles sont associées à une situation macro-économique instable et une faible croissance décourageant l'initiative privée, à un manque de fluidité et à un accès difficile à l'information, à la non-intégration de la notion de long terme par le promoteur du projet, et à l'absence d'informations relatives au marché et à l'entreprise. Dans ce contexte, le contrôle par la proximité paraît judicieux et à même de s'assurer que le dirigeant/promoteur du projet œuvre dans le sens de la maximisation des investissements des CI.

L'objectif de cette communication est d'identifier l'existence d'un contrôle de proximité des dirigeants et de mesurer l'impact sur la performance financière des entreprises financées par capital-

investissement dans l'environnement camerounais. Il s'agit de dépasser le cadre habituel des mécanismes de gouvernance traditionnels. Ce papier tente également de proposer une compréhension des facteurs explicatifs de cette surveillance de proximité. Pour tenir cet objectif, le papier s'articule autour d'une revue de la littérature axée sur la théorie de l'agence, de la méthodologie, de la présentation et l'analyse des résultats et s'achève par une conclusion.

1. Un bref état de l'art de la gouvernance disciplinaire d'entreprise

1.1 Les enseignements de la théorie de l'agence

La gouvernance disciplinaire trouve son origine dans les réflexions de Berle et Means (1932) portant sur la séparation des fonctions de propriété et de direction. Au départ, les auteurs identifient deux fonctions assumées par le dirigeant propriétaire : l'apport de capital et l'assomption du risque qui s'y attache et celui de ses compétences managériales. Ensuite le prolongement de leurs travaux fait intervenir trois fonctions. La première, dite entrepreneuriale, a trait à l'apport du capital et à l'assomption du risque. La seconde consiste en la recherche et en la coordination des facteurs de production. Elle s'appuie aussi bien sur la recherche et l'exploitation des informations existantes que sur la construction des connaissances (Charreaux, 2003). La troisième et dernière fonction est perceptive. Il s'agit pour l'entrepreneur de repérer et/ou de construire des opportunités rentables (Charreaux, 2003 ; Wirtz, 2006).

Cette fonction apparaît à la fois passive et active : passive lorsqu'elle repère les opportunités endogènes à l'organisation et active quand elle s'attache elle-même à créer des opportunités exogènes à l'entreprise. Dans la firme entrepreneuriale, le propriétaire dirigeant assume les trois fonctions. Lorsque l'actionnariat devient diffus², les fonctions sont assumées par différents acteurs économiques. Ainsi, les actionnaires n'assument plus que la première fonction, celle d'assomption du risque. Les dirigeants assument les deux dernières que l'on peut qualifier de cognitives (Wirtz, 2006)³. Le démembrement de la propriété entraîne des conséquences. Les actionnaires délèguent les droits décisionnels aux dirigeants, lesquels ne gèrent pas toujours conformément à leurs intérêts. En effet, dès lors que les CI investissent en fonds propres dans les entreprises, une relation d'agence naît entre ces derniers et les dirigeants d'entreprises financées, source de conflits d'intérêts. Jensen et Meckling (1976) définissent une relation d'agence comme un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engagent une autre

² L'analyse de Berle et Means est d'ailleurs essentiellement menée dans le cadre d'entreprises cotées en bourse et ayant un actionnariat diffus.

³ Les aspects cognitifs sont abordés et développés dans les chapitres 5 et 6.

personne (l'agent) pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent. Selon les auteurs, cette relation d'agence s'élargit alors à un ensemble de relations d'interdépendance. Dans le cas des entreprises financées par capital-investissement, le principal est le CI et l'agent, le dirigeant. Cette délégation des pouvoirs de décision crée une relation d'agence source de conflits d'intérêt.

Les problèmes d'asymétrie d'information constituent une source majeure de conflits d'intérêts. De fait, la théorie de l'agence considère que les dirigeants représentent les agents des CI au sein de l'entreprise et qu'ils ont vocation à gérer l'entreprise dans le sens de l'intérêt des CI (Ross, 1973 ; Jensen et Meckling, 1976). Or, les dirigeants et les CI possèdent des fonctions d'utilité différentes. Ils agissent de façon à maximiser leur utilité respective. Une asymétrie d'information est susceptible d'exister entre les deux catégories de *stakeholders* et il faut engager des coûts afin de réduire le risque de comportement déviant, adopté par celui qui profite des asymétries.

Le postulat d'une asymétrie d'information des agents a été largement repris par la théorie financière et constitue aujourd'hui un axe de recherche important. En effet, la décennie 1970 a vu se développer un important courant de recherche sur le calcul économique en situation d'information imparfaite. On citera l'un des articles fondateurs de la théorie de l'information imparfaite, celui d'Akerlof (1970). Il analyse les comportements des acheteurs et des vendeurs de biens d'occasion en abandonnant l'hypothèse d'information parfaite pour supposer au contraire une incertitude des consommateurs quant à la qualité des produits achetés. La théorie de l'agence a repris à son actif le concept d'asymétrie de l'information dont l'hypothèse caractéristique est que les CI apprécient imparfaitement la gestion du dirigeant. On peut distinguer deux types d'asymétrie d'information : *ex-ante et ex-post*.

L'asymétrie d'information *ex-post* (risque moral) décrit une situation dans laquelle l'agent peut choisir de trahir au moins partiellement les intérêts de son mandant pour mieux servir les siens propres. Il provient de l'incomplétude du contrat entre CI et dirigeant. Par exemple, le dirigeant peut dissimuler le résultat du projet pour lequel il a obtenu un financement sachant que les CI ne peuvent observer l'effort et la qualité du travail fourni par celui-ci que de façon imparfaite ou engager des dépenses inutiles au développement de l'entreprise et diminuer les montants disponibles pour rémunérer les CI (Stévenot, 2005).

L'Asymétrie de l'information *ex-ante* (sélection contraire) désigne une situation dans laquelle l'information relative à la qualité d'un projet d'investissement reflétée par ses résultats futurs attendus est inégalement répartie entre CI et dirigeants. Ce risque de sélection s'accroît dans le cas de projets en démarrage. En effet, le dirigeant propriétaire détient le contrôle et les informations essentielles lors de la

phase d'évaluation et de négociation de financement. En plus, la difficulté de prévoir la performance future de l'entreprise est susceptible d'accroître ce risque de sélection. En raison de cette incertitude, les CI alignent leurs conditions de financement sur la rentabilité élevée des projets en particulier pour les entreprises en démarrage. En plus de ces risques, Desbrières (2001) leur associe le risque patrimonial, lié à la décision d'investissement.

Les théoriciens de la gouvernance, dans le prolongement de la pensée de Berle et Means (1932) et Jensen et Meckling (1976), pensent que la réduction des conflits d'intérêts qui naît de la relation d'agence se trouve de nature à améliorer la performance des entreprises.

La performance de l'entreprise repose sur la réduction de ces différents coûts qui entraîne la mise en place des mécanismes de gouvernance. En effet, le risque de spoliation s'avère bien réel et pour l'approche juridico-financière, les structures de gouvernance préservent la valeur actionnariale à travers la minimisation des coûts d'agence engagés pour réduire les conflits d'intérêts. Cette vision actionnariale s'intéresse à la manière dont la valeur est répartie. Et, puisqu'elle repose sur la relation d'agence qui implique les problèmes d'asymétries informationnelles, la théorie de l'agence se trouve mobilisée dans le cadre de la mise en œuvre des mécanismes incitatifs et de contrôle pour maîtriser le risque moral et celui de sélection contraire (Stévenot, 2005).

Ces mécanismes classiques et spécifiques au capital-investissement interviennent suivant les différentes phases du financement (Desbrières, 2001 ; Stephany, 2003). Desbrières (2001) propose une distinction des mécanismes de contrôle en fonction de la nature du risque. Ainsi avant l'entrée du CI au capital, les mécanismes de contrôle *ex-ante* à savoir le levier juridique, le financement en plusieurs étapes, la syndication et le choix des titres hybrides permettent de réguler les risques a priori (Desbrières, 2001 ; Cherif, 2008 ; Jääskeläinen, 2009 ; Dimov et Milanov, 2009). Ensuite, lorsque le financement est accordé, les mécanismes post-contractuels mis en œuvre visent à réduire le risque moral. Il s'agit essentiellement dans ce cadre, du conseil d'administration et de la structure actionnariale. Certains mécanismes, notamment classiques, se montrent peu efficaces dans le contexte de la relation CI et dirigeants. Leur inefficacité est d'autant plus avérée que le contexte socio-économique précédemment décrit est peu favorable et les difficultés nombreuses lors de la gestion de la relation post-investissement. Dans ces conditions, il paraît nécessaire et logique pour les CI d'asseoir un contrôle ou en tout cas un partenariat reposant sur la proximité avec les dirigeants. Ce travail tente donc de rompre avec les analyses précédentes qui privilégient une compréhension de la relation CI et dirigeants presque exclusivement à travers des mécanismes contractuels qui laissent peu de place à la proximité.

1.2 Les missions effectuées par les CI au sein des entreprises financées : un mécanisme de proximité

Les missions effectuées par les CI au sein des entreprises financées s'apparenteraient à des mécanismes de gouvernance. En effet, les CI interrogés dans le cadre de cette étude ont expliqué la nécessité d'effectuer des missions dans les entreprises soutenues durant une certaine période variable et fonction de la nature des difficultés rencontrées par ces dernières. Ces difficultés relèvent de la production, du marketing, du marché et de la tenue d'une comptabilité. Cette immersion au sein de l'entreprise financée les met en situation pour comprendre et analyser les problèmes de l'entreprise, pour trouver les solutions aux problèmes en accord avec le dirigeant. Les missions varient d'une semaine à plus de deux mois. Durant cette période, le CI est complètement détaché au sein de l'entreprise en difficulté et y travaillent pour en accroître la performance.

H1. La durée des missions effectuées par des CI au sein de l'entreprise financée impacte positivement la performance des entreprises.

En continuant dans cette idée de proximité, de nombreux auteurs se sont intéressés à la fréquence des contacts entre CI et dirigeants (Sapienza et Gupta, 1994 ; Sapienza et al, 1996 ; Bonnet, 2004). Sapienza et Gupta (1994) ont montré que la fréquence des contacts entre CI et dirigeants est régulière quand les risques d'agence et d'affaire se révèlent accrus. Sapienza et al., (1996) trouvent que l'interaction entre dirigeants et CI est réduite quand les deux partenaires ont connu des difficultés précédemment. Donc, les CI accroissent l'échange d'informations pour les entreprises en démarrage. Dans l'approche disciplinaire, la régularité des contacts entre le principal et l'agent consiste à s'assurer que ce dernier œuvre pour l'objectif de maximisation du premier. On pense donc à une hausse de la performance lorsque les contacts entre les deux parties sont réguliers.

H2. La régularité des contacts entre CI et dirigeants influence à la hausse la performance.

On peut poursuivre la réflexion en interrogeant les facteurs explicatifs de ce contrôle de proximité. On peut distinguer deux types de facteurs susceptibles de déterminer la gouvernance et son intensité. Il s'agit de facteurs liés à l'entreprise, au projet et aux dirigeants. La gouvernance exercée par les CI est plus renforcée lorsque ces facteurs accroissent les coûts d'agence et les risques. Se pose également la question de la modélisation de l'impact des mécanismes de gouvernance traditionnels et spécifiques au capital-investissement sur la performance des entreprises financées.

1.3 Les facteurs explicatifs d'une surveillance de proximité effectuée par les CI

L'intensité de la gouvernance varie d'une entreprise à une autre. Cette idée est déjà développée dans les travaux de Barney et al (1989, 1994). D'après les auteurs, la gouvernance mise en œuvre pour contrôler les dirigeants dépend des risques d'agence et d'affaire. Dans leur analyse, ces risques sont relatifs au profil des dirigeants, au pourcentage de capital détenu par ces derniers et à la performance de la firme. On examine la gouvernance à travers des structures telles que la géographie du capital et les caractéristiques du conseil d'administration. Sapienza et Gupta (1994) approfondissent cette idée. S'ils appréhendent le risque d'agence de la même manière que les auteurs ci-dessus cités (profil des dirigeants), ils perçoivent en revanche le risque d'affaire à travers le stade de développement de l'entreprise et la politique d'innovation poursuivie par la firme financée.

Dans leur argumentation, la gouvernance ne constitue plus une variable structurelle (discrète et continue) mesurée par la structure des mécanismes de gouvernance à un instant donné. Elle demeure une variable processuelle et ordinale mesurée par la fréquence des interactions entre CI et dirigeant. Dans un article plus récent, Bonini et al (2009) développent un modèle où la gouvernance est étudiée en fonction de l'implication décisionnelle des CI au sein des structures mises en œuvre afin de contrôler les dirigeants d'entreprises soutenues. Ainsi, avant de rentrer dans le contexte africain, on se référera à ces travaux et à la théorie de l'agence pour postuler que la gouvernance de l'entreprise soutenue par des CI est fonction des risques d'agence et d'affaire.

Dans cette partie, nous poursuivons les idées des travaux ci-dessus mentionnés mais dans le contexte du capital-investissement en Afrique Centrale et en nous appuyant simultanément sur la littérature antérieure et sur l'enquête exploratoire préalablement réalisée auprès des CI et de quelques chefs d'entreprises.

Le caractère familial de la plupart des entreprises financées par les CI au Cameroun constitue pour ces derniers le premier facteur explicatif de l'intensité d'un contrôle par la proximité.

Avant d'avancer dans les développements, il semble primordial de clarifier la définition de l'entreprise familiale qui ne trouve pas encore un consensus au sein des recherches. Cependant, des constantes semblent ressortir. A partir des définitions mono-critères et multi-critères (Allouche et Amann, 2000 ; Allouche et Hirigoyen, 2000) on retient qu'une entreprise familiale se caractérise en effet, par les constantes ci-après :

- La détention de la propriété par un ou plusieurs membres de la famille.

- Le contrôle de l'entreprise par une seule famille.
- L'interaction famille-entreprise par la présence par exemple de la famille au sein du conseil d'administration.
- La volonté du propriétaire de transmettre l'entreprise à des générations futures.

Parler en Afrique de l'entreprise familiale demeure assez ambiguë car cette dernière, indéterminée juridiquement, ne fait pas l'objet de recherches académiques et n'est pas définie juridiquement. D'aucuns se demanderont s'il ne s'agit pas tout simplement de la très petite entreprise ou de la petite et moyenne entreprise. Certains juristes l'assimilent péremptoirement à la société anonyme unipersonnelle du droit OHADA⁴. Cette assimilation de l'entreprise familiale à la très petite entreprise ou à la petite et moyenne entreprise relève d'un amalgame opérationnel. Car l'entreprise familiale ne se définit ni à travers des formes juridiques spécifiques, ni à partir d'une taille manifestement établie et circonscrite (Carty et Buff, 1996 ; Allouche et Amann 2000). Dans le cadre de cette étude, nous entendons par entreprise familiale toute entreprise dont la propriété était détenue par une famille avant l'entrée du CI.

La gestion du dirigeant reste informelle, sans structures référencées, établies avant l'entrée des CI dans le capital de l'entreprise familiale camerounaise⁵. Connaissant ses limites en matière d'organisation interne, une fois passé un seuil de taille et de complexité, soucieux d'échapper à la pression fiscale et aux contraintes familiales, les décisions de l'entrepreneur se partagent entre la dispersion des activités, la concentration du pouvoir et la spontanéité des décisions (Feudjo, 2006). On assiste alors à la multiplication d'affaires de natures diverses, exigeant des compétences différentes dans des secteurs économiques sans lien entre eux. De plus, un risque de confusion peut provenir du fait que toutes les affaires soient réunies entre les mains d'un même propriétaire.

En effet, une assimilation entre patrimoine familial et celui de l'entreprise se produit très souvent. En conséquence, dès que la grande famille sent la présence de richesse, elle envoie des émissaires et il devient difficile au parent reconnu fortuné de se soustraire à ses "obligations familiales", surtout si on lui a prêté une partie du capital pour le démarrage ou si les premières affaires proviennent de la grande famille (Tchankam, 1998). Le CI essaye de mettre de l'ordre dans la gestion financière du dirigeant et rend la structure de l'entreprise plus formelle. Cette situation est génératrice de conflits entre le dirigeant et le CI. Ceci peut conduire le CI à s'impliquer davantage dans la gouvernance de l'entreprise en

⁴ On rappelle qu'il s'agit du droit pour l'Organisation pour l'Harmonisation en Afrique du Droit des Affaires.

⁵ Une réalité mise en avant par les CI durant les entretiens que nous avons menés.

multipliant les contacts avec les dirigeants, en effectuant de nombreuses missions au sein de l'entreprise et en s'investissant dans des décisions au CA afin de s'assurer que le dirigeant œuvre conformément aux objectifs fixés. Donc on peut supposer que :

H3. L'intensité du contrôle (la fréquence des contacts ou missions réalisées par le CI) effectué par le CI est d'autant plus importante que l'entreprise est de type familial.

Les risques d'agence dépendent aussi de la structure de propriété. Pour la théorie de l'agence, les conflits d'intérêts entre CI et dirigeants demeurent minoritaires quand ce dernier détient une part substantielle du capital de l'entreprise. Pour Sapienza et Gupta (1994) et Jensen et Meckling (1976), lorsque le dirigeant cède une partie du capital au CI, il supporte uniquement la fraction des coûts directs relatifs à ses actions. Sa contribution à la création de la valeur paraît faible à long terme. Il ne dispose plus de la motivation nécessaire pour s'associer aux autres membres du conseil d'administration afin de contrôler l'entreprise. Dans cette perspective, Barney et al (1994) montrent que l'investissement du CI demeure prépondérant lorsque la participation du dirigeant et de son équipe est faible. Le CI devrait avoir une influence plus grande sur la gouvernance quand le pourcentage de capital détenu par le dirigeant est faible.

H4a. La fréquence des contacts est élevée entre CI et dirigeants lorsque le pourcentage de capital détenu par ce dernier est faible.

H4b. La fréquence des contacts est élevée entre dirigeants et CI lorsque le pourcentage de capital détenu par ce dernier est faible.

L'expérience du dirigeant en matière de création et de gestion d'entreprise représente un facteur de risque notoire (Sapienza et Gupta, 1994). Bien que les *due diligence* soient mises en œuvre afin de confronter les éléments du *curriculum vitae* des dirigeants et en dépit du fait que les nombreux entretiens réalisés entre ces derniers et les CI permettent d'apprécier leur personnalité, les risques d'agence peuvent subsister. Et ils sont d'autant plus importants quand le dirigeant possède une faible expérience dans la création d'entreprise. Au Cameroun, le manque de compétences (techniques, commerciales...) des entrepreneurs conduit les CI à multiplier les contacts et à s'impliquer davantage dans les décisions importantes :

H5a. Les CI ont de nombreux contacts avec les dirigeants quand ces derniers ont une faible expérience en matière de création.

H5b. Les CI ont de nombreux contacts avec les dirigeants quand ces derniers ont une faible expérience dans le secteur d'activité de l'entreprise soutenue financièrement.

Durant les entretiens avec les CI et les dirigeants d'entreprises accompagnées, on a pu relever que la performance de l'entreprise conditionne le degré d'implication disciplinaire du CI en termes de fréquence des contacts téléphoniques, écrits, et au sein des CA. Les réflexions de Sapienza et al (1996) et de Sapienza et Gupta (1994) poursuivent le même objectif. L'investisseur s'implique davantage lorsque les performances récentes de l'entreprise s'avèrent médiocres. Dans cette étude, les auteurs ont mesuré la performance à partir d'une appréciation au niveau de la satisfaction des CI. Dans la mesure où la sortie des CI est conditionnée par la réalisation de meilleures performances, on doit s'attendre à ce que les CI effectuent régulièrement des missions et multiplient les contacts avec les dirigeants quand les performances récentes paraissent mauvaises.

H6. Il existerait une relation inverse entre les performances récentes de l'entreprise et la durée des missions effectuées par les CI au sein de l'entreprise.

De nombreuses recherches se sont intéressées à l'apport financier des CI lors d'une prise de participation. Sahlman (1990) a montré que les CI réalisent des retours sur investissement sur 30 % de leur portefeuille et les 70 % restant passent en pertes. En raison de l'importance de l'investissement du CI relativement à sa propre capitalisation, l'issue risque de devenir critique (Bernile et al, 2007 ; Bonini et al, 2009). C'est ce qui conduit les CI à adopter un comportement actif (Desbrières, 2001). *A priori*, l'influence du CI au niveau des décisions prises serait plus aiguë à travers une fréquence élevée de contacts avec le dirigeant quand le montant de l'investissement rapporté au capital de l'entreprise est important, accroissant ainsi les risques de la SCI :

H7. Les contacts entre CI et dirigeants sont très réguliers lorsque les montants investis sont importants.

L'incertitude et le risque augmentent considérablement pour les entreprises en phase de démarrage que pour celles en développement (Sapienza et Gupta, 1994). Les risques s'en trouvent accrus par le caractère incertain de la technologie, des méthodes de production, de la chaîne de distribution de la jeunesse de l'équipe dirigeante et de l'horizon de sortie (Manigart et Sapienza, 2000). Le CI devrait donc être davantage impliqué lorsque l'investissement a été effectué au sein d'une entreprise en phase de démarrage.

H7. Le CI aurait de nombreux contacts avec les dirigeants d'entreprises en démarrage.

2. Les aspects méthodologiques

Cette section est essentiellement liée à la méthodologie. Elle présente les échantillons, la méthode de

collecte des données, et la démarche suivie. Elle décrit également les variables ainsi que leur mesure.

2.1 Echantillons, données et démarche suivie

Notre analyse porte sur les entreprises camerounaises. A partir de cette population, nous constituons l'échantillon d'étude composé d'entreprises financées par capital-investissement. Ces entreprises sont répertoriées par l'Institut National de la Statistique (INS).

Les données sur lesquelles nous travaillons sont secondaires et primaires. Les premières sont issues des fichiers de l'INS et de la Société Nationale d'Investissement (SNI). Ces données sont relatives aux comptes annuels que les entreprises se doivent de déposer annuellement auprès de l'INS. Elles sont financières, organisationnelles et identitaires. Les secondes ont été collectées par l'administration d'un questionnaire auprès de la direction des entreprises soutenues et complétées par des entretiens. Le temps a été un facteur déterminant dans le choix de l'administration du questionnaire en raison de notre mobilité. Nous avons donc été obligés de contacter et de préparer les entreprises participant à cette enquête par téléphone et par mail. La majorité des questionnaires a été administrée en face à face. Quelques questionnaires ont été remplis par les dirigeants d'entreprises et envoyés par mail. Certains responsables ont préféré une administration par téléphone une fois le contact établi. Les pré-tests ont été réalisés auprès de 5 CI et de 10 dirigeants. Ces pré-tests visaient à détecter des ambiguïtés et d'effectuer des modifications nécessaires sur le questionnaire et son administration.

L'administration des questionnaires en face à face a été effectuée entre juin et septembre 2009. La période d'étude s'étale sur cinq ans, de 2004 à 2008 en raison de la disponibilité des données. En effet, nous avons choisi cette période afin de garantir une certaine homogénéité car durant les périodes précédentes, plusieurs entreprises ont suspendu leur activité et certains CI sont sortis du capital. Sur les 86 entreprises financées par capital-investissement au Cameroun, 70 ont accepté de participer à l'enquête.

La collecte des données financières constituant un problème que rencontrent de nombreux chercheurs aussi bien en Afrique que dans les pays occidentaux, il nous a semblé judicieux d'en accroître la fiabilité. A ce titre, les données financières ont été triangulées et une comparaison a été effectuée entre celles collectées par le biais du questionnaire et celles issues des fichiers de la SNI, des CI et de l'INS. Toutefois, lorsqu'elles ne correspondaient pas, les données issues des fichiers des CI étaient retenues car ces derniers font auditer les comptes des sociétés financées par leurs propres auditeurs.

2.2 Les variables

Nous présentons les variables de performances, de gouvernance et celles relatives aux facteurs explicatifs déterminant l'implication disciplinaire des CI. Nous définissons également leur mesure et précisons que les variables catégorielles sont appréciées sur une échelle de Likert de quatre points plutôt que de cinq points afin d'éviter les réponses neutres susceptibles d'être capturées par le dernier point⁶ (Dawes, 2008).

2.3 Les variables dépendantes, de performance

Les théories de la gouvernance ont mis en avant la problématique du partage de la valeur et donc de la mesure de la performance. La controverse est ainsi relative aux approches actionnariale et partenariale qui consacrent des mesures différentes de la performance (Charreaux et Desbrières, 1998). Pour l'approche actionnariale, le comportement maximisateur des actionnaires (CI) est tout à fait justifié dans la mesure où ils sont considérés comme les seuls créanciers résiduels.

Par ailleurs, la recherche en finance utilise des critères de performance boursiers tels que le Q de Tobin, le ratio Marris, les indicateurs de capitalisation. Malgré tout l'intérêt des travaux en finance, les critères sont inadaptés dans un contexte d'entreprises non cotées et plus généralement sans marché financier comme le Cameroun. Ainsi, les données comptables demeurent la seule alternative aux données boursières pour mesurer la performance. Par conséquent, l'une des mesures de la performance serait le niveau du montant du dividende versé. L'indisponibilité des données relatives à la distribution des dividendes dans les entreprises étudiées et surtout le fait que les CI préfèrent une rémunération par la revente des actions, ne nous permet pas de retenir comme indicateur de performance, le taux de versement et le niveau du dividende versé. De sorte que les indicateurs à retenir ne peuvent se rapporter qu'à des mesures qui constatent la performance passée à partir d'éléments comptables.

Pour les CI le seul intérêt réside dans la rentabilité des capitaux mis à la disposition de l'entreprise, ainsi que le risque consécutif. Ils attendent un retour sur investissement. Le ROE (*Return on Equity*) paraît plus indiqué pour mesurer la performance financière. Cet indicateur traduit la rentabilité des capitaux propres et est égal au rapport résultat net sur capitaux propres : RN/CP. Nous associons à cet indicateur, la rentabilité économique (RE) qui est le rapport résultat net sur actif.

L'approche partenariale englobe l'ensemble des parties prenantes au nœud de contrat et suggère un intéressement de ces derniers à la valeur ajoutée. Nous retenons donc le rapport valeur ajoutée /Chiffre

⁶ Voir Dawes J. (2008) pour les échelles de Likert « Do data characteristics Change According to the number of scale points used? An experiment using 5-point, 7-point, 10-point scales" *International Journal of Market Research*, vol 50, n°1, 61-77.

d'affaires (VA_CA) comme seconde mesure de la performance.

Ainsi, dans cette étude, la performance se mesure de deux manières. D'abord de façon quantitative par les données comptables comme nous l'avons vu. Et ensuite par la prise en compte des seules perceptions des dirigeants par une mesure subjective de la performance relative de l'entreprise et de l'investissement du fait de la réticence des dirigeants interrogés. En effet, il nous était impossible de réaliser des paires comme dans plusieurs études précédentes. Au Cameroun on dispose de 86 entreprises financées pour 6 CI. On aurait eu dans ce cas un nombre insuffisant de paires et une étude statistique aurait été quasiment impossible. D'après Bonnet (2004), les dirigeants estiment la performance de deux manières :

- La performance relative de l'entreprise appréhendée par l'évolution du chiffre d'affaires, du résultat net et de la valeur ajoutée, estimée à la date de réponse au questionnaire, par rapport à celle attendue à l'origine : 4 choix proposés pour chacune des variables de « très inférieure » à « très supérieure ».
- La performance absolue de l'investissement estimée : 4 choix proposés de « perte totale des fonds investis » à « grand succès ».

2.4 Les variables indépendantes, exogènes ou de contrôle de proximité

Nous avons construit cette variable en nous appuyant sur les travaux de Sapienza et al (1996) et Bonnet (2004). Ces auteurs ont mesuré la gouvernance en termes de processus à partir de la fréquence d'interactions pour les premiers et de la fréquence des contacts pour le second. Ces fréquences apprécient la régularité des contacts écrits, téléphoniques, et au sein des conseils d'administration. En retenant leur démarche, nous avons demandé aux dirigeants la nature de leurs contacts avec les CI ainsi que leur fréquence sur une échelle de : 1 = une fois par semaine ; 2 = une fois par mois ; 3 = une fois par trimestre ; 4 = une fois par semestre. Chaque point de cette variable liée au processus de la gouvernance a été retraité en variable binaire afin de ne pas perdre des informations.

La deuxième variable de gouvernance qui traduit la proximité entre CI et dirigeant est relative aux missions effectuées par les CI au sein de l'entreprise. En effet l'enquête exploratoire a révélé ce mode de gouvernance utilisé par certains CI au Cameroun. Les missions sont mises en place exclusivement en cas de problèmes financiers et ont pour but de contrôler l'entreprise mais aussi d'apporter l'expertise au dirigeant afin de résoudre les problèmes rencontrés.

Nous avons voulu savoir la durée par mission (DUREE_MIS) et le nombre de ces missions par an (NB_MISSION) sur la période d'étude à travers le questionnaire adressé aux dirigeants.

2.5 Les autres variables

Il s'agit des variables de contrôle et celles qui capturent les facteurs déterminant la surveillance des CI.

- Les variables relatives aux facteurs explicatifs de l'implication disciplinaire du CI

D'après Sapienza et Gupta (1994), Sapienza et al (1996) et Barney et al (1989,1990) plusieurs variables affectent la gouvernance de l'entreprise. Ces auteurs montrent que de nombreuses variables concourent à définir l'intensité de la gouvernance mise en œuvre par la société de capital-investissement. Ces facteurs explicatifs concernent le profil du dirigeant et du CI et les caractéristiques de l'entreprise bénéficiaire. Il s'agit de :

- L'Actionnariat familial, variable « AFAM » lorsque le pourcentage de capital détenu par une personne physique ou une famille est de 20% au moins.
- L'expérience du dirigeant en matière de création des entreprises « EXPDIR_CRE » prend la valeur 1 lorsqu'il a une expérience antérieure en matière de création d'entreprise et 0 sinon.
- La variable « EXPDIR_SA » prend la valeur 1 lorsque le dirigeant a une certaine expérience du secteur d'activité sur lequel l'entreprise exerce et 0 sinon.
- Les performances récentes ont été évaluées par les dirigeants sur une échelle de Likert de 4 points allant de 1 : pas du tout satisfait à 4 : extrêmement satisfait.
- La variable stade de développement « STDVT » prend la valeur 1 lorsque l'entreprise est en phase de démarrage (quand elle a une existence inférieure à 5) et 0 sinon.

- Les variables de contrôle :

La taille de l'entreprise : La différence de taille de l'entreprise est susceptible d'avoir une influence sur les performances enregistrées. En effet, de nombreuses études effectuées dans un contexte différent s'accordent pour dire que la performance des entreprises est plus importante pour les entreprises de grande taille (Kasznik et Lev, 1995 ; Lang et Lundholm, 1993). Nous mesurons la taille par l'effectif de l'entreprise (E).

La nationalité du CI prend la valeur 1 lorsque le CI est camerounais et 0 sinon. Au Cameroun les CI sont de nationalité française, américaine et camerounaise. Les objectifs des SCI varient selon leur origine. L'entretien nous a révélé que les CI étrangers recherchent une rentabilité élevée et investissent régulièrement dans des multinationales occidentales ou dans les entreprises dirigées par les européens. Ils

préfèrent investir dans des entreprises ayant une visibilité financière et qui désirent poursuivre leurs activités au Cameroun. Alors que les CI nationaux investissent dans des PME en démarrage dont l'horizon financier demeure relativement incertain.

La nature du CI prend la valeur 1 lorsque le CI est indépendant et 0 sinon. L'exigence de rentabilité diffère selon que la SCI est indépendante ou captive de groupe ou adossée à l'état. En effet, l'objectif de la société d'investissement étatique participe de la promotion de l'emploi par la création d'entreprises. Elle privilégie également certain secteur stratégique pour l'Etat et consolide ainsi le tissu économique camerounais. De même, les CI captifs ont de faibles exigences de rentabilité par rapport aux investisseurs indépendants dès lors qu'ils s'inscrivent dans une relation d'ensemble avec la banque dont ils font partie et qui leur confie le rôle de fidéliser la clientèle par leur présence au capital.

Notre dernière variable de contrôle est **l'endettement**. Selon Jensen (1986), un fort endettement limite les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants, en exerçant une pression sur ces derniers. Selon la problématique de *free cash flow*, les dirigeants favoriseraient davantage l'investissement dans des projets à faible performance. Les actionnaires obligent les entrepreneurs à accumuler les dettes pour réduire les bénéfices à la disposition du dirigeant en fournissant plus d'information au marché. Nous adoptons deux mesures de l'endettement:

- SF1: dettes à long et moyen terme/fonds propres.
- SF2: dettes à court terme/total actif
-

3. Résultats analyses et discussions

Les données collectées mesurent les mécanismes disciplinaires de la gouvernance dans une approche de proximité mise en œuvre par les CI, les performances financières des entreprises financées et celles de l'investissement. Nous avons un premier modèle qui montre l'influence des CI sur la performance des entreprises. Et un second modèle relatif au lien entre les facteurs explicatifs de la gouvernance et cette dernière. Nous présentons dans un premier temps les statistiques descriptives.

3.1 Description des variables de gouvernance, de performance et de celles relatives aux facteurs explicatifs de l'influence des CI

Les données ont été collectées à partir d'un questionnaire adressé aux dirigeants, directeurs financiers d'entreprises ayant sollicitées et obtenues le soutien financier des CI. Nous avons pris contact avec l'ensemble des firmes financées par capital-investissement durant les périodes d'avril à juin 2008 et de

février à avril 2009. Au total, 70 entreprises ont répondu favorablement et ont participé à l'enquête sur 86 entreprises financées au moyen du capital-investissement. Soit un taux de réponse de 81 %. Les entretiens se sont déroulés pour l'essentiel en face à face et ont permis de collecter des données financières et de gouvernance. Ainsi, nous disposons de données de panel qui seront testées à partir des moindres carrés ordinaires, des effets et des effets aléatoires. Le test Hausman nous permettra de choisir le modèle optimal.

Au niveau des variables de gouvernance capturant la proximité entre les dirigeants et les CI, et dans le cadre de la fréquence des contacts entre CI et dirigeants, ces derniers se devaient d'apprécier la nature de leur contact avec l'investisseur sur une échelle de cinq points (une fois par semaine, une fois par mois, une fois par trimestre, une fois par semestre, moins d'un semestre) et pour des contacts de nature écrite, téléphonique, face à face, lors de CA, ou d'autres réunions. Ces variables catégorielles n'ont pas été agrégées au risque de perdre des informations. En ce sens, nous avons recodé tous les points de chacune des variables sur une nouvelle échelle binaire afin de créer une nouvelle variable à part entière.

Tableau 1 : Distribution des fréquences relatives à l'intensité des contacts entre CI et dirigeants

La nature des contacts et leur fréquence	Une fois par semaine		Une fois par mois		Une fois par trimestre		Une fois par semestre		Moins d'un semestre	
	Eff.	%	Eff.	%	Eff.	%	Eff.	%	Eff.	%
Ecrit	3	0,00857	102	0,29143	130	0,371	115	0,3286	0	0
Téléphonique	118	0,33991	136	0,38857	0	0	0	0	0	0
Face à face	120	0,35	120	0,35	115	0,329	0	0	0	0
CA			4	0,009		0	350	1	0	0
Autres réunions	109	0,31	50	0,14	0	0	0	0	0	0

Les contacts écrits s'avèrent plus fluides entre CI et dirigeants mensuellement (29 %) trimestriellement (39 %) et semestriellement (33 %). Les contacts écrits mensuels s'attachent au suivi contractuel et même informel. Quant aux contacts trimestriels et semestriels ils demeurent nécessaires pour la préparation des réunions du CA, pour le *reporting* et la préparation et diffusion des états financiers. Un face à face hebdomadaire et mensuel est organisé pour un tiers des entreprises (30 %). En général, il consiste en une séance de travail organisée entre le dirigeant, et/ou le responsable financier et le chargé d'affaires de la SCI. Et en vue de cette rencontre, des contacts téléphoniques sont mis en œuvre à peu près dans les mêmes proportions que le face à face. Des contacts téléphoniques également effectués

pour des demandes d'informations complémentaires viennent parfaire le dispositif de contrôle. Si quelques CA extraordinaires ont siégé (0,9%), il reste qu'au regard de la loi, les CA de toutes les entreprises de notre échantillon se réunissent tous les semestres. De plus, Il existe d'autres réunions essentiellement informelles à valeur hebdomadaires (31 %) et mensuelles (14 %). Outre ces contacts, les dirigeants et CI ont relevé des missions ponctuelles de durée d'une semaine généralement, ou s'étalant sur une période d'un mois ou deux mois par an effectuées par les CI en cas de difficultés notoires rencontrées par l'entreprise. Une proportion de 11 % entreprise bénéficie d'une mission des CI d'une semaine et d'un mois par an contre 28 % de proportion pour des missions de plus deux mois ; des missions aussi longues révélant davantage un caractère cognitif.

3.2. Les variables de performances financières

Nous rappelons que nous disposons de variables continues et non continues pour la mesure de la performance. Les variables continues correspondent aux chiffres d'affaires, à la valeur ajoutée et au ROE calculé à partir du rapport résultat net sur fonds propres. Bien que ces variables quantitatives aient été vérifiées à partir du fichier de la SNI et l'INS, nous avons estimé préférable de leur associer des variables de performances perceptuelles et déclaratives. Car les dirigeants rechignent à diffuser leur résultat. Il s'agit du chiffre d'affaires, de la valeur ajoutée, du résultat net et de la performance de l'investissement. Nous avons demandé aux dirigeants si les résultats actuels étaient très inférieurs, inférieurs, supérieurs et très supérieurs aux résultats attendus et prévus. Relativement à l'investissement absolu, nous leur avons proposé quatre choix de performance absolue à perte totale.

Tableau 2 : Statistiques descriptives relatives aux variables de performances financières

	Moyenne	Ecart - type
Résultat net	8,9908 ⁰⁸	4.0942 ⁰⁹
ROE	0,34968	30,922
Chiffre d'affaires	1.9560 ¹⁰	5.0420 ¹⁰
Valeur ajoutée	4.693 ¹⁰	1.1113 ¹⁰

Les entreprises soutenues par les CI sont en moyenne performantes bien qu'on observe une forte dispersion. Une proportion de 63% des dirigeants a estimé que le chiffre d'affaires, le résultat net et la valeur ajoutée réalisés restaient supérieurs à leurs attentes. Pour l'investissement des fonds, une proportion de 56 % de dirigeants estime qu'il s'agit d'une performance absolue contre 9,4 % qui le

considèrent comme une perte totale. La variabilité intra-individuelle (*within*) atteint 11,798 pour mille tandis que la variabilité inter-individuelle (*between*) parvient à 30,889 pour mille pour le ROE. Ce qui montre que cette variable évolue peu au sein d'une entreprise d'une période à une autre, mais varie beaucoup d'une entreprise à une autre.

3.3. Les variables liées aux facteurs déterminants de l'implication des CI et les variables de contrôle

Il s'agit de plusieurs variables relatives aux CI et dirigeant, et à l'entreprise. Nous avons vu qu'en moyenne la part de fonds investis représente 46 % de la capitalisation des CI nationaux qui reste élevée par rapport aux CI étrangers dont la participation représente 5 % de leurs fonds totaux disponibles. Tous les CI ont une expérience soit dans le métier du capital-investissement, soit en tant qu'ancien dirigeant d'entreprise ou responsable administratif et financier.

En ce qui concerne les facteurs susceptibles d'influencer la contribution disciplinaire du CI, un tiers (31%) des dirigeants disposent une expérience en matière de création et/ou dans le secteur d'activité de l'entreprise et 40 % bénéficient d'un actionnariat familial. 32 % des dirigeants interrogés se montrent peu satisfaits des performances récentes de leurs entreprises et 21 % se révèlent encore plus insatisfaits. Un tiers des entreprises interrogées sont en phase de démarrage (29%). L'endettement à court terme est aussi relativement important par rapport au long terme comme le montre le tableau ci-dessous.

Tableau 3 : Statistiques descriptives relatives à l'endettement et à l'effectif

	Entreprise avec CI		Entreprise sans CI		Tests de différence de moyenne	
	Moyenne	Ecart - type	Moyenne	Ecart - type	t	p. critique
Effectif	431,09	1258,9	289	1080,12	1,59185	0,05657
Dettes à Long terme	5,69 ^{.09}	1,99 ^{.10}	7,01 ^{.08}	2,21 ^{.12}	1,821	0,0125**
Dettes à court terme	2,13 ^{.14}	5,53 ^{.10}	4,25 ^{.13}	7,08 ^{.14}	-5,214	0,354

Dans le cadre de cette étude, les CI nationaux financent 80 % des entreprises alors que les CI indépendants n'en financent seulement 20 %. Les entreprises de notre échantillon gèrent globalement 431 employés avec une très grande dispersion.

Nous présenterons dans un premier temps le modèle liant les mécanismes de contrôle de proximité à la performance et ensuite, celui relatif aux facteurs explicatifs de la gouvernance. Pour le premier modèle nous soumettrons les trois méthodes d'estimation et ensuite nous ressortirons celle qui est optimale pour l'analyse des résultats.

Le second modèle est testé à partir des régressions logistiques compte tenu du caractère binaire des variables explicatives.

3.4 Fréquence, inter action entre CI et dirigeants et performance :

La fréquence des contacts et des interactions écrites, en face à face, au téléphone, à travers d'autres réunions n'est source d'aucune influence sur la probabilité du succès du financement des projets de l'entreprise et sur le ROE. Les seules variables de proximité significatives sont celles identifiées lors des entretiens exploratoires et afférentes aux **missions** effectuées par les CI en entreprise. Le nombre de missions est ainsi une garantie de succès tandis que la durée de la mission supérieure à deux mois pourrait impacter la performance totale de l'investissement. Il paraît logique de penser que les dirigeants participent activement à l'optimisation de la valeur lorsque les CI effectuent un contrôle de proximité. Ce contrôle de proximité est d'autant plus important que la production de l'information financière obéit aux seules recommandations du droit comptable OHADA qui ne revêtent pas un caractère obligatoire.

L'impact des variables de contrôle sur la performance

Pour le modèle liant les variables de gouvernance à celles de performance de l'investissement perçue par les dirigeants, les variables de contrôle n'ont aucun impact significatif.

En revanche, lorsque l'on tient compte du ROE, nature et nationalité du CI représentent les deux variables de contrôle révélatrices :

La nationalité (française, américaine et camerounaise) constitue un facteur déterminant de la valeur. La performance augmente en présence d'un CI camerounais. Ce résultat s'explique du fait que les CI camerounais qui souhaitent ainsi contribuer au développement du tissu économique, financent 80% des entreprises, à savoir essentiellement des entreprises en phase de démarrage (figure 2, page 4). Dans

les grandes entreprises, en général l'Etat et les étrangers détiennent une part importante du capital. Il semble nécessaire d'approfondir la réflexion en scindant notre échantillon en fonction de la nationalité du CI. Mais cette entreprise s'avère économétriquement non pertinente. En effet, nous disposons uniquement de 19 entreprises financées par des CI étrangers sur un total de 89, soit 70 pour la fraction excédentaire financée par les nationaux.

La nature (étatique/captive ou indépendante) du CI ne produit aucune influence sur la performance. Ceci va à l'encontre des travaux sur le capital-investissement nous enseignant que les investisseurs indépendants obéissent à des critères de rentabilité plus aigus que leurs homologues appartenant à un réseau (Hugot, 2001 ; Mougenot, 2007). Dans le même ordre d'idée que pour la nationalité, il aurait été certainement intéressant de pousser l'analyse en étudiant l'impact des variables explicatives sur la performance des sous-échantillons divisés en fonction de la nature étatique, captive et indépendante des CI. Mais notre échantillon se compose de 26 entreprises financées par l'Etat, 31 par des CI captifs et 28 par des indépendants. Le reproche majeur concerne l'inégalité des sous-groupes et la remise en cause inévitable des résultats que nous pourrions en tirer. Compte tenu de ces réserves, nous préférons nous abstenir.

3.5 Les résultats des tests d'hypothèses liés aux facteurs explicatifs de l'implication disciplinaire des CI

La variable explicative ici constitue la fréquence des contacts entre CI et dirigeants (Sapienza et Gupta, 1994 ; Sapienza et al, 1996 ; Bonnet, 2004 ; Bonini et al, 2009). Ces contacts se détaillent en contacts : écrits, téléphoniques, physiques (face à face), réunions du CA et autres réunions informelles. Les dirigeants les ont appréciés sur une échelle de 1= une fois par semaine ; 2= une fois par mois ; 3=une fois par trimestre ; 4= une fois par semestre. 5= moins d'une fois par semestre. Nous n'avons pas agrégé ces fréquences. Afin de ne pas perdre des informations, nous les avons retraitées. De fait, nous avons choisi de transformer chaque catégorie en variable binaire afin de conserver le détail des informations. Pour estimer l'impact que peuvent avoir certains facteurs susmentionnés sur la gouvernance disciplinaire, nous procédons par la régression logistique binaire. En effet, les fonctions de répartition des modèles logit et probit étant proches, on peut indifféremment choisir l'un ou l'autre modèle. Compte tenu du fait que le modèle logit présente l'avantage d'une plus grande simplicité numérique par rapport au modèle probit qui est davantage voisin du modèle habituel de régression par les moindres carrés ordinaires, où la référence à des perturbations normales est souvent invoquée, nous utiliserons le premier modèle. Nous présentons ici uniquement les catégories (transformées en variable binaire) qui traduisent le plus de significativité. Par ailleurs, comme nous l'avons constaté au niveau des résultats descriptifs, les différents

types de contacts s'établissent avec une régularité quasi similaire. Ce qui entraîne une corrélation entre ces variables et les tests menés avec l'une ou l'autre de ces variables présentent des résultats presque identiques.

Tableau 4 : Analyses multi variées (régression logistique binaire) de l'impact des facteurs explicatifs sur l'intensité des mécanismes de gouvernance

ROE	E1_fois_trim		Ff_1_fois_seme		Tel_1_fois__seme	
	Coefficient (Wald)	sign	Coefficient (Wald)	sign	Coefficient (Wald)	sign
const	0,311067 (9,071)	1,90E-017 ***	0,0815131 (3,692)	0,0917 *	0,493521 (9,07)	1,90E-017 ***
AFAM	0,0785626 (5,023)	0,0440 **	0,0734742 (5,136)	0,0335 **	0,0785626 (5,023)	0,0440 **
CON_DIR	-0,0010806 (3,852)	0,0651 *	0,00056894 (7,181)	4,1E-07 ***	-0,00108061 (3,852)	0,0651 *
MON_INVES	0,34372 (4,141)	4,5E-05 ***	0,00129035 (8,235)	0,0002***	0,0013659 (4,8627)	0,0363**
Perf_rec__pas_ d	0,000639679 (0,01615)	0,9871	0,0273915 (0,7813)	0,4353	0,0006396 (4,01615)	0,9871 *
Perf_rec__peu	-0,0386058(-0,9498)	0,3430	0,0154772 (-0,4301)	0,6675	-0,038605 (-0,9498)	0,3430
Perf_rec__satis	-0,0837921 (4,00)	0,0458 **	0,100802 (7,726)	0,0068 ***	0,087519 (4,006)	0,0458 **
Perf_rec__tres	-0,0875470 (3,293)	0,0837 *	0,100802 (0,1693)	0,8657	-0,0875470 (3,736)	0,0837 *
CON_CI	-0,000103658	0,8658	-0,000957498 (3,765)	0,0787 *	-0,000103 (-0,1692)	0,8658

	(-0,1692)					
STDVT	-0,025578 (-0,8993)	0,3692	0,0147440 (0,5855)	0,5587	-0,025578 (-0,8993)	03692
EXPDIR_SA	-0,160660 (5,648)	3,8E-08 ***	-0,0756101 (8,242)	0,0013 ***	-0,0223993(-0,6171)	0,5376
(-)2log vraisemblance	779,015		846,126		1001,601	
R2 de Cox et Snell	0,5		0,2854		0,2678	
R2de Nagelkerke	0,158		0,487		0,46521	

L'examen du tableau 5 nous enseigne que l'intensité du contrôle de proximité mesurée à partir des contacts entre CI et dirigeants dans ce modèle est déterminée par la propriété familiale du capital, le pourcentage de capital détenu par les dirigeants, l'expérience au niveau du secteur d'activité, les performances récentes, les montants investis par les CI relativement au capital de l'entreprise financée. Ainsi les hypothèses H3, H4, H5b, H6 sont confirmées.

L'hypothèse H7 n'est pas vérifiée et on en déduit que le contrôle mis en œuvre par les CI n'est pas spécifiquement important pour les entreprises en démarrage. De même que le manque d'expérience du dirigeant en matière de création d'entreprise ne semble pas être un facteur de risque pour les CI contrairement aux travaux de Sapienza et Gupta (1994) et Sapienza et al (1996). On explique ce résultat par la faiblesse du tissu économique camerounais qui oblige les CI à composer avec le manque d'expérience des CI. La majorité des investissements des CI se focalise dans des entreprises en démarrage.

En effet, ce qui détermine l'importance du contrôle de manière très significative sont **le contrôle du capital par une famille** et les montants investis par les CI. Ceci s'explique par le fait qu'une entreprise contrôlée par une autre société est dotée de compétences capables d'assurer une gestion formelle et structurée, de produire un *reporting* régulier et fiable et surtout de mettre en place une gouvernance en rapport avec les meilleurs principes. En plus, la plupart de ces sociétés sont des filiales de sociétés étrangères cotées sur les marchés financiers européens. La majorité d'entre elles sont françaises et alignent leurs pratiques sur celle de l'Afep/Medef. A contrario, les structures familiales camerounaises

éprouvent des difficultés à organiser une gestion et ensuite une gouvernance capable de protéger les intérêts des actionnaires. En cela, ces derniers ne sont pas aidés par le droit comptable OHADA dont les textes et lois ne placent pas les problématiques de gouvernance au centre. Dans un tel contexte, l'investisseur réalise une contribution majeure au niveau du contrôle disciplinaire. Son passage permet à l'entreprise de structurer sa gestion, d'éviter de faire l'amalgame entre son patrimoine personnel et professionnel, de s'approprier les notions de *reporting* et d'être capable d'en produire régulièrement.

Les montants investis par les CI, relativement au capital de l'entreprise caractérisent le facteur déterminant de la gouvernance et corroborent les travaux de Sahlman (1990), de Bernile et al., (2007) et ceux de Bonini et al, (2009). Il nous semble logique de dire avec Desbrières (2001) que les CI adoptent un comportement actif lorsque les montants en jeu sont importants. En effet, si l'entreprise rencontre des difficultés et entrent dans une phase d'insolvabilité chronique, les CI ne récupéreront probablement pas leur investissement compte tenu du pourcentage relatif au capital social de la société.

Lorsque les **dirigeants détiennent un pourcentage conséquent du capital**, les CI ont une contribution mineure au niveau de la gouvernance et réduisent leurs contacts. Le risque paraît faible pour les investisseurs et semble ne pas nécessiter de surveillance aigüe. Ce résultat corrobore la thèse de la convergence des intérêts des actionnaires (CI) avec ceux des dirigeants soutenue par Berle et Means (1932) et reprise plus tard par Jensen et Meckling (1976). Dans le cadre plus spécifique au capital-investissement, Sapienza et Gupta (1994), et Barney et al., (1994) arrivent aux conclusions similaires.

En ce qui concerne **l'expérience des dirigeants**, nous avons supposé qu'elle reste un facteur de risque qui pousse les CI à accroître leur vigilance au niveau du contrôle. Les régressions nous montrent que l'expérience du dirigeant au niveau du secteur d'activité de l'entreprise accompagnée financièrement (H5b) est significative tandis que l'expérience liée à la création d'entreprise ne l'est pas (H5a). Ainsi, lorsque l'expérience du dirigeant dans le secteur d'activité est élevée, la probabilité d'une grande implication du CI est faible. On en déduit que l'expérience en matière de création d'entreprise non significative reste subordonnée en tant que risque pour le CI à celle relative au secteur d'activité. Les travaux pionniers de Sapienza et Gupta (1994) n'arrivent pas à cette conclusion puisqu'ils concluent que le manque d'expérience du dirigeant au niveau de la création d'entreprise explique les nombreuses interactions entre CI et dirigeants.

D'autre part, lorsque **les performances récentes** de l'entreprise ne sont pas du tout satisfaisantes, on s'attendait à de nombreux contacts avec les CI. Mais le tableau montre que la variable semble à peine significative pour les contacts téléphoniques semestriels. Ce résultat apparaît inattendu et mitigé lorsque

ces performances s'avèrent satisfaisantes, la variable devient significative et nous indique que les contacts s'établissent régulièrement entre CI et dirigeants même en cas de meilleurs résultats. On peut conclure que les CI souhaitent, non seulement augmenter les performances mais aussi les conserver lorsque le niveau se révèle excellent afin d'espérer une rentabilité accrue. Conformément à la littérature, la variable relative au contact écrit se montre révélatrice. En cas de performance antérieurement réalisée remarquable, on peut prévoir que les contacts entre CI et dirigeants vont s'amenuiser (Sapienza et al., 1994 ; Sapienza et al., 1996). Nous allons tenter de conforter ces conclusions par l'étude du modèle retenant les missions mises en œuvre en cas de mauvaises performances au Cameroun.

Modèle liant les variables de durée de mission et les facteurs explicatifs de la gouvernance disciplinaire

Dans ce modèle, les variables intégrant **l'expérience du dirigeant en matière de création d'entreprise et dans le secteur de son entreprise**, du **montant de l'investissement** ne sont pas significatives. Nous notons également que la variable de **stade de développement** n'entraîne aucune influence quel que soit le modèle. On peut donc penser que la décision d'effectuer une mission pour contrôler le travail du dirigeant n'est ni guidée par le niveau de développement de la société ni par le profil professionnel du dirigeant.

Lorsque **le capital se concentre entre les mains du CI**, ce dernier organise des missions. Cette relation nous semble fondée compte tenu du fait que les CI investissent en général des sommes considérables et qu'il leur devient pratiquement impossible de se diversifier surtout dans le cas camerounais où le tissu industriel demeure réduit (Desbrières, 2001). De même **la détention du capital par le dirigeant** constitue un facteur explicatif du rôle disciplinaire du dirigeant. Dans la perspective d'une gouvernance disciplinaire, les CI réalisent des missions d'un à plus de deux mois. Les CI cherchent ainsi à s'assurer de la loyauté du dirigeant et à vérifier les conséquences financières de ses actes.

Comme nous l'avons avancé à partir de notre hypothèse H6, **les mauvaises performances récentes** poussent les CI à organiser une incursion de deux mois au moins dans l'entreprise financée. Mais à la lecture du tableau 9 on s'aperçoit que de manière inattendue, même en cas d'excellentes performances, les CI poursuivent des missions. On peut s'interroger sur un tel fait et conclure que ces missions demeurent un moyen de gouverner et de contrôler la gestion des dirigeants. Il s'agit d'un contrôle de proximité plus efficace.

Conclusion

Le modèle des facteurs explicatifs de l'implication disciplinaire nous a révélé le rôle important des CI dans le contrôle en cas de mauvaises performances. Contre toute attente, il s'est avéré aussi une participation importante des CI au niveau du contrôle en cas de meilleures performances. Les montants investis, l'inexpérience du dirigeant, la détention de la propriété par une famille, et la concentration du capital entre les mains du dirigeant sont autant de facteurs qui poussent les CI à s'impliquer dans le contrôle des entreprises par une fréquence importante des contacts et la mise en œuvre de mission de durée de deux mois.

Pour le modèle explicatif de la performance des entreprises, les modèles de régressions linéaires, à effets fixes et aléatoires ont été réalisés. Les deux derniers modèles permettent de tenir compte de la structure en données de panel. Le test de Hausman a départagé ces modèles et consacré celui à effets aléatoires. Une durée de deux mois de mission au sein de l'entreprise financée paraît optimale au regard de l'influence sur la création de la valeur. Au-delà en effet, la variable produit plutôt un effet négatif.

Bibliographie

- Akerlof G., (1970)**, "The market for lemons : quantitative uncertainty and the market mechanism" *Quarterly Journal of Economics*, vol.84, n°3, pp. 488-500.
- Allouche J., Amann B., (2000)**, « L'entreprise familiale : un état de l'art », *Finance contrôle et stratégie*, vol.3, n°1, pp. 33-80.
- Allouche J., Hirigoyen G., (2000)**, « Dossier entreprise familiale », *éditorial du numéro thématique de la revue Finance contrôle stratégie*, vol.3, n°1, pp. 26-32.
- Barney J.B., Busenitz L.W., Moisel D.D., Fiet J.O., (1994)**, "The relationship between venture capital and managers in new firms: determinants of contractual covenant", *Managerial finance*, vol. 20, n°1, pp. 19-30.
- Berle A., Means C., (1932)**, *The modern corporation and private property*, Mac Millan, 216p.
- Bernile G., Cumming D., Lyandres E., (2007)**, "The size of venture capital and private equity fund portfolios", *Journal of Corporate Finance*, vol.13, issue 4, september, pp.564-590.
- Bonini S., Aktuocar A., Salvi A., (2009)**, "The Effects of venture capitalists on the governance of firms", *Science social reseau network*, 38p.

- Bonnet C., (2004)**, « Confiance et liens sociaux entre capital-investisseurs et dirigeants d'entreprise: Conséquences comportementales et influence sur la performance financière », Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université de Bourgogne, 254p.
- Catry B., Buff A., (1996)**, *Le gouvernement de l'entreprise familiale*, Publi-Union, 1996.
- Charreaux G., (2003)**, « Variation sur le thème à la recherche de nouvelles fondations pour la finance d'entreprise », *Finance contrôle Stratégie*, vol 5, n°3, septembre, pp.50-74.
- Charreaux G., Desbrières P., (1998)**, « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance contrôle stratégie*, vol. 1, n°2, pp. 57 - 88.
- Desbrières P., (2001a)**, « La relation de capital-investissement dans les firmes industrielles et commerciales » in Charreaux G. (sous la dir de), *Images de l'Investissement*, Paris : vuibert, FNEGE, pp.361-392.
- Desbrières P., (2001b)**, « Le Capital-investissement », *Banque et Marché*, n°51, mars-avril, pp. 40-45.
- Dimov, D., Milanov, H., (2009)**, "The interplay of need and opportunity in venture capital-investment syndication" *Journal of Business Venturing*, vol. 25, n°4, pp. 331-348.
- Feudjo J. R., (2006)**, « Gouvernance et performances des entreprises camerounaises : un univers de paradoxes », *Cahiers électroniques du CRECCI (Centre de recherche en contrôle et comptabilité internationale)*, Université Montesquieu-Bordeaux IV, 30p.
- Hugot J.B. (2009)**, *Le guide des sociétés de capital-investissement*, Paris, Les éditions du managment, 3^{ème} ed, coll l'Entreprise, 629p.
- Jääskeläinen M., (2009)**, "Venture capital syndication: synthesis and future directions". *Espoo*, Finland, Helsinki University of Technology, Department of industrial engineering and management, Report 2009/1, 42 p.
- Jensen M.C., Meckling W.H., (1976)**, "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol.3, n°4, pp. 305-360.
- Manigart S., Koen de Waele, Wright M., Robbie K., Desbrières P., Sapienza H., Beekman A., (2000)**, "Venture capitalists, investment appraisal and accounting information : a comparative study of the USA, UK, France, Belgium and Holland", *European Financial Management*, vol.6, n°3, pp. 389-403.
- Meggison W.L., (2004)**, "Towards a global model for venture capital", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 16, pp. 89-107.
- Mougenot G., (2007)**, *Tout savoir sur le capital-investissement*, ed Gualino, 4e édition, Paris, 351p.
- Ross S., (1977)**, "The determination of financial structure: the incentive-signaling approach", *Be*
- Sahlman W., (1990)**, "The structure and governance of venture-capital organizations », *Journal of Financial Economics*, tome 2, vol. 27, pp. 473-521.
- ll Journal of Economics*, vol.8, pp. 23-40.
- Sapienza H., Gupta A., (1994)**, « Impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist-CEO interaction », *Academy of Management Journal*, vol. 37, n°6, decembre, pp. 1618-1632.
- Sapienza H., Manigart S., Vermeir W., (1996)**, "Venture capitalist governance and value added in four countries ", *Journal of Business Venturing*, vol. 11, pp. 439-469.

Stephany E., (2003), *La relation capital-risque /PME*, De Boeck, octobre, 236p.

Stévenot A., (2005), *La gouvernance des entreprises financées par capital investissement : une analyse sociocognitive de la relation capital investisseur-dirigeant*, Thèse de Doctorat nouveau régime en Sciences de Gestion, Nancy, 587p.

Stévenot A., (2005), « La gouvernance des entreprises financées par capital-investissement : d'une approche juridico-financière à une approche cognitive », *XIV Conférence internationale de management stratégique*, Pays de la Loire, Angers 2005.

Tchankam J.P., (1998), « Performances comparées des entreprises publiques et privées au Cameroun », Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université de Montesquieu Bordeaux 4, 472p.

Wirtz P., (2006), « Compétences, conflits et création de la valeur : vers une approche intégrée de la gouvernance », *Revue finance Contrôle et Stratégie* vol.9, n°2, pp. 187-201.

Annexes

Tableau 5 : Analyses multi variées (régression logistique binaire) de l'impact des mécanismes de contrôle de proximité sur la performance absolue de l'investissement perçue par les dirigeants

Régressions	Perte totale		Perte partielle		Succès		Grand succès	
	Coefficient (Wald)	Sign	Coefficient (Wald)	Sign	Coefficient (Wald)	Sign	Coefficient (Wald)	Sign
NB_MISSION	-0,403596 (-1,848)	0,3512	0,428034 (0,0019)	0,00261417	0,00219501 (3,0192)	0,0657 *	0,0563703 (0,2906)	0,7716
Plus_de_2_mois par an	0,145921 (0,0271752)	0,120	0,231308 (0,185578)	0,201	0,193977 (0,0924687)	0,120	0,297229 (5,218405)	0,00021***
(-)$2\log$ vraisemblance	880,458		1200,017		700,258		900,214	
R2 de Cox et Snell	0,152		0,281		0,4111		0,312	
R2de Nagelkerke	0,071		0,22		0,31		0,225	

Tableau 6 : Résultats pour la variable explicative ROE

Régressions	MCO		Effets fixes		Effets aléatoires	
	Coefficient	p. critique	Coefficient	p. critique	Coefficient	p. critique
plus_de_2_mois_an	-7,64076 (-0,6768)	0,4991	38,4636 (3,691)	0,4944	7,640 (4,6768)	0,0005***
Nationalité_CI	-9,70866 (-1,535)	0,053*	-16,8512 (-0,8202)	0,4147	9,70866 (-1,535)	0,053*
Effectif	0,00033434	0,8122	-0,000316 (0,4225)	0,8507	4,3003 (3,5054)	0,008122**
Nature_CI	-7,20712 (-10,6931)	0,1221	-11,0323 (-0,5511)	0,3297	7,20712 (0,998)	0,466
F-statistique	1,04844	0,404	0,869346	0,742	0,0786301	
R2	0,08962		0,36818		0,42	
Breusch Bagan						0,779163
Hausman						0,0750223

Tableau 7 : Résultats pour la variable explicative VA_CA (Valeur ajoutée/Chiffre d'affaires)

Régressions	MCO		Effets fixes		Effets aléatoires	
	Coefficient (t student)	p. critique	Coefficient (tstudent)	p. critique	Coefficient (tstudent)	p. critique
un_mois_par_an	2,82911E+09 (2,023)	0,0439 **	4,11640E+0 (2,227)	0,0268 **	3,18641E+09 (2,223)	0,0269 **
Nationalité_CI	-6,36056E+09 (-3,435)	0,0007 ***	-16,8512 (-2,172)	0,0307 **	9,70866 (-2,861)	0,053*
Effectif	1,63253E+06 (3,848)	0,0001 ***	981095 (2,056)	0,0408 *	1,44802E+06 (3,423)	0,0007 ***
Nature_CI	2,49565E+09 (1,68)	0,0939	-11,0323 (0,5214)	0,3297	3,96414E+09 (2,273)	0,0237 **
R2	0,26962		0,27915		0,35214	
Breusch Bagan						0,10487
Hausman						0,0774442

Tableau 8 : Analyses multivariées (régression logistique binaire) de l'impact des mécanismes de gouvernance disciplinaire sur l'évolution du résultat net

Régressions	Très inférieur		Inférieur		Supérieur		Très supérieur	
	Coefficient (Wald)	Sign	Coefficient (Wald)	Sign	Coefficient (Wald)	Sign	Coefficient (Wald)	Sign
deux_mois_par_an	-0,051358 (-2,019)	0,0443 **	0,0080041 (0,2099)	0,8339	1,55533E+09 (11,643)	0,0086 ***	0,687333 (-12,83)	1,97E-029 ***
Nature_du_CI	0,0052761 (0,1380)	0,8904	0,144092 (0,4725)	0,4667	0,6369	0,6369	-0,253983 (-1,607)	0,1093
Nationalite_CI	-0,030969 (-0,6682)	0,5045	0,0580028 (0,7288)	0,4667	1,55533E+09 (4,643)	0,0734 *	0,512606 (8,395)	0,0174 **
Effectif	9,22882E-06 (0,9339)	0,3511	-3,22455E-0 (7,218)	0,0273 **	0,00377844 (9,07010)	0,0273 **	-0,01266 (-0,1243)	0,9012
(-2)log vraisemblance	1250,125		1250,001		1475,240		1872,120	
R2 de Cox et Snell	0,2358		0,46885		0,4812		0,5214	
R2de Nagelkerke	0,4252		0,5556		0,57214		0,5987	

Tableau 9 : Résultats des facteurs explicatifs pour la variable « mission » uniquement

Régression	une_sem_par_an		un_mois_par_an		deux_mois_par_an		plus_de_2_mois	
	Coefficient (Wald)	Sign	Coefficient (Wald)	Sign	Coefficient (Wald)	Sign	Coefficient (Wald)	Sign
AFAM	-0,0486271 (-1,236)	0,2175	-0,110358 (3,909)	0,0571 *	0,103119 (1,051)	0,2941	-0,0723307 (-1,132)	0,2583
CON_DIR	0,00194198 (7,302)	0,0011 ***	0,000944300 (1,093)	0,275	0,00153717(1,060)	0,2902	0,00441301 (4,523)	8,41E-06 ***
Perf_rec_pas_d	-0,0618304 (-1,590)	0,9871	-0,107194 (-1,87)	0,4353	-0,221123 (4,352)	0,0193 **	-0,429986 (6,39)	5,40E-010 ***
Perf_rec_peu	-0,0314379 (-0,7621)	0,343	-0,074269 (-1,227)	0,6675	-0,0920405 (-0,912)	0,343	-0,238387 (5,446)	0,0006 ***
Perf_rec_satis	-0,0454192 (-1,061)	0,2897	-0,0798033 (-1,270)	0,205	-0,100755 (-0,963)	0,336	-0,225383 (35103)	0,0021 ***
Perf_rec_tres	0,0139525 (0,2712)	0,7864	-0,136947 (-1,812)	0,8657	-0,134500 (-1,048)	0,2956	-0,179213 (3,135)	0,0335 **
CON_CI	0,000845313 (1,34)	0,8658	0,000343447 (0,3715)	0,7105	0,00234867 (1,509)	0,8658	0,00249095 (3,40)	0,0168 **
STDVT	0,0248749 (0,8247)	0,3692	0,0611330 (1,382)	0,5587	-0,00187 (-0,02575)	0,9795	0,0604304 (1,163)	0,2458
(-) 2log vraisemblance	779,015		846,126		1001,601		900,4571	
R2 de Cox et Snell	0,5		0,2854		0,2678		0,2215	
R2de Nagelkerke	0,158		0,487		0,46521		0,3845	

Tableau 10 : Résultats du modèle disciplinaire pour la variable explicative RE (Rentabilité économique)

Régressions	MCO		Effets Fixes		Effets aléatoires	
RE	Coefficient(t student)	p. critique	Coefficient(t student)	p. critique	Coefficient(t student)	p. critique
const	0,000732 (0,9488)	0,7943	0,0642665 (0,5603)	0,7797	0,0022525 0,6759	0,28
plus_de_2_mois_an	0,379897 (1,43E-05)	0,4901	0,0105049 (0,7940)	0,5365	0,0813736 (3,32)	0,006189**
Nationalité_CI	-0,4952	0.52132	0,0503645 (0,0808)	-0,4359	11,9826 (2,387)	0,0176**
Effectif	(0,8317	0.2415	0,231676 (0,8627)	0,791	-0,035129	0,04512
Nature_du_CI	0,000297203 (0,1568)	0,05000	6,866E-06	-0,2652	0,041733	0,01238
Statistique de Fisher			1,54987	0,00942	3,99774 (0,00001)	
R2	0,079756		0,26301		0,32868	
Breusch Bagan						30,5365
Durbin Watson			1,61437			
Test de Hausman					11,5997 (0,169979)	0,5322