



## **La contribution cognitive des capital-investisseurs à la performance financière des PME camerounaises**

**Marlène MAWAMBA**

Doctorante

Université de Bourgogne

Laboratoire d'Economie et de Gestion

# **La contribution cognitive des capital-investisseurs à la performance financière des PME camerounaises**

**Marlène MAWAMBA**

*Doctorante*

**Université de Bourgogne**

Laboratoire d'Economie et de Gestion

e4 boulevard Gabriel BP 26611 21066 DIJON cedex

**tél. : 03 80 39 54 30, fax : 03 80 39 54 43**

Courriel : [ladymarleine@yahoo.fr](mailto:ladymarleine@yahoo.fr)

## **Résumé**

Le constat effectué lors de nos recherches exploratoires et relatif à la surperformance des PME camerounaises soutenues par le capital-investissement par rapport à celles non financées conduit à nous interroger sur l'existence d'un tel phénomène. L'objectif de cette communication est de vérifier s'il existe une relation entre la participation du capital-investisseur (CI) au capital des PME camerounaises et les performances de ces dernières. En empruntant aux théories cognitives les notions de compétence, de connaissance, nous construisons un modèle de la gouvernance susceptible d'expliquer ces surperformances. Des tests de différence de moyenne montrent les meilleures performances financières du sous-échantillon composé de firmes financées par des CI par rapport à celles financées par d'autres apporteurs de fonds. Les tests économétriques et les entretiens semi-dirigés mesurent le rôle cognitif du CI à la réalisation de ces performances.

## **Mots clés : Finance, Cognition, organisation et Gouvernance**

### **Résumé**

Le constat effectué lors de nos recherches exploratoires et relatif à la surperformance des PME camerounaises soutenues par le capital-investissement par rapport à celles non financées conduit à nous interroger sur l'existence d'un tel phénomène. L'objectif de cette communication est de vérifier s'il existe une relation entre la participation du capital-investisseur (CI) au capital des PME camerounaises et les performances de ces dernières. En empruntant aux théories cognitives les notions de compétence, de connaissance, nous construisons un modèle de la gouvernance susceptible de mieux expliquer ces performances. Des tests de différence de moyenne montrent les meilleures performances financières du sous-échantillon composé de firmes financées par des CI par rapport à celles financées par d'autres apporteurs de fonds. Les tests économétriques et l'étude de cas mesurent le rôle cognitif du CI à la contribution de ces performances.

### **1. Introduction**

Le développement des économies africaines est tributaire de la pérennité, de la multiplication et du renforcement de ses entreprises. Malgré l'existence de grandes entreprises filiales de multinationales pour la plupart, on y trouve des micro-entreprises qui se développent à la faveur des établissements de micro-finance. Au milieu de ces deux extrêmes, se trouve un nombre très limité de petites et moyennes entreprises (PME) qui constituent pourtant le support des économies développées (Allouche et Amann, 2000). Les raisons qui justifient de la faiblesse du nombre de ce type d'entreprises sur le continent africain varient d'un pays à un autre. Cependant, il existe des constantes relatives au manque de financement et à l'absence d'une réelle gestion. Le capital-investissement est susceptible de répondre à ce besoin de ressource de long terme et de faire bénéficier les entreprises d'un accompagnement en matière de gestion par un apport de connaissances, de compétences et plus généralement par un apport de ressources cognitives.

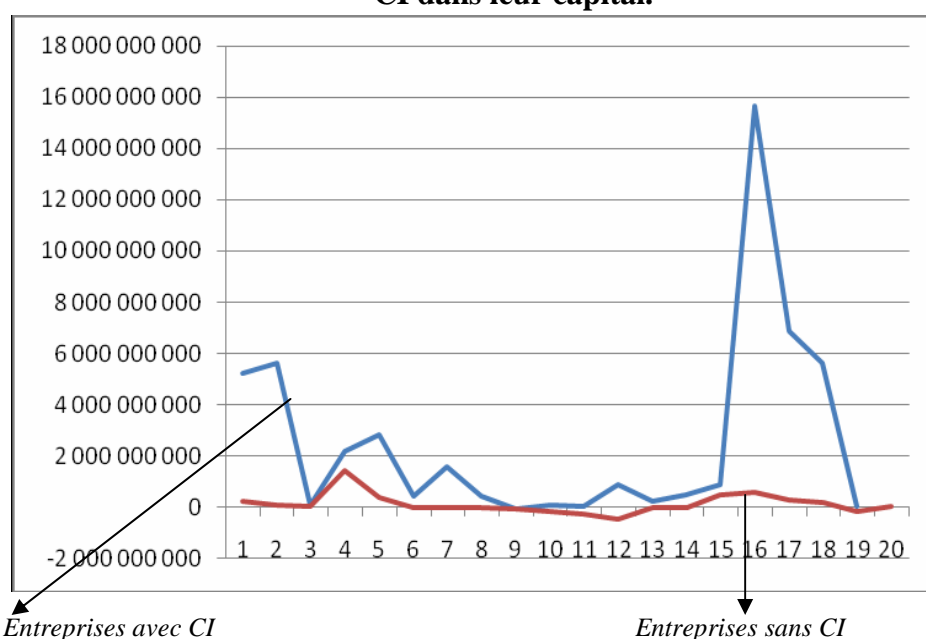
### **2. Contexte de l'étude et Problématique**

Le capital-investissement entendu 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 est susceptible d'être une solution aux problèmes de financement des PME camerounaises au regard du montant potentiellement investi qui est de l'ordre de 3 milliard d'euros environ. De surcroît, ces dernières subissent un rationnement de la part du marché du crédit en raison de leurs caractéristiques. Elles sont pour la plupart des jeunes, petites et moyennes entreprises et ont un risque de défaillance accru. En outre, elles ne sont guère dotées de stratégies de communication financière, c'est dire que les PME camerounaises se caractérisent par un degré élevé d'asymétrie informationnelle. Elles possèdent peu d'actifs et opèrent sur des marchés qui évoluent rapidement. Or, elles constituent l'essentiel du tissu économique camerounais.

Sur le plan économique et social, leur contribution<sup>1</sup> est non négligeable. Et dans ces conditions, ces problèmes de financement de long terme, de haut de bilan, interpellent et méritent une attention particulière.

D'autant plus qu'au regard des chiffres de l'Institut National de la Statistique (INS) et de la Société Nationale d'Investissement (SNI) un fait majeur se dégage : les entreprises financées par des CI ont d'assez bonnes performances, comparativement à celles financées par d'autres apporteurs de ressources. En effet, pour la période 2003-2005, 70 % des entreprises financées par des CI enregistrent des résultats nets positifs contre 50 % pour celles qui recourent à d'autres types de ressources. Sur 33 entreprises observées entre 2005-2007, on note 11 résultats nets négatifs pour les entreprises avec CI dans leur capital contre 40 résultats nets négatifs, soit environ la moitié pour celles n'ayant pas de CI dans leur capital (Figure 1).

**Figure 1 : Représentation des résultats nets des entreprises avec CI et celles sans CI dans leur capital.**



*En ordonnée : Les montants relatifs aux résultats nets*

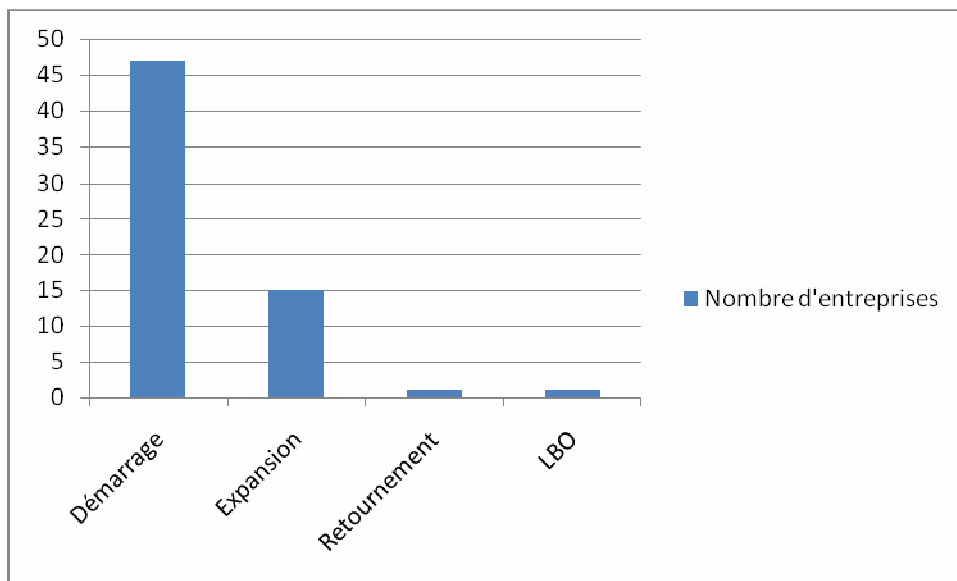
*En abscisse : le nombre d'entreprise*

De même, pour une période similaire, les entreprises où les CI participent ont un taux moyen de rentabilité financière d'environ 10 % contre 4,6 % pour celles où les CI ne participent pas au capital. Sachant que le taux d'intérêt créditeur minimum sur le marché du crédit camerounais est de 5 %, on comprend que ces dernières ne créent pas de la valeur pour

<sup>1</sup> Dans un rapport produit par le Bureau International du Travail (BIT) en 2000, les PME en Afrique totalisent entre 30 et 70 % de l'activité urbaine. Au Cameroun, d'après le rapport sur le développement du programme des Nations Unies pour le développement (PNUD), en 2003, le secteur des PME regroupe 33,9 % de l'ensemble des ménages du pays, 46 % de la population active. Ce secteur contribue pour environ 30 % du PIB et regroupe une masse salariale évaluée à près de 17 milliards de FCFA soit environ 2,6 millions d'euros, soit plus de 70 % de la consommation des ménages. Pour la 103<sup>e</sup> assemblée générale du Groupement Inter patronal du Cameroun (GICAM) tenue à Douala en 2007, les PME contribuent pour 66 % à la production et de 74 % à la valeur ajoutée.

les actionnaires car le coût minimum du capital est supérieur à la rentabilité de leurs investissements. En plus, les tests de différence de moyenne effectués ci-dessous montrent clairement la supériorité des sociétés financées en termes de performance par rapport celles non financées. Il se pose alors la question de savoir **pourquoi les firmes financées par des CI performant mieux que celles financées par d'autres ressources ?** Hâtivement, on pourrait penser que c'est parce qu'elles étaient déjà performantes et rentables que les CI ont choisi d'y participer. Dans ce cas, il existerait alors un risque lié au biais de sélection qu'il conviendrait de corriger lors de la mise en œuvre des modèles économétriques en utilisant la procédure de Heckman. Nous pensons que ce risque est presque nul dans la mesure où les CI ont financé en majorité des phases de démarrage (figure 2).

**Figure 2 : Répartition des sociétés financées par stade de développement**



En réalité, cela pose le problème de leurs contributions en tant qu'actionnaire, à la relation contractuelle qui les lie aux dirigeants des firmes financées. L'objectif de cette étude est donc de vérifier s'il existe une relation entre la participation du CI au capital des entreprises camerounaises et les performances de ces dernières. En particulier, il s'agit de vérifier la surperformance des entreprises soutenues par rapport à celles qui ont recours à d'autres types de ressources. Et ensuite, proposer un modèle explicatif de leurs performances via l'influence cognitive des CI camerounais. Et enfin, relever les spécificités du capital-investissement africain au niveau de leur gouvernance cognitive.

### **3. Cadre théorique de l'étude**

#### **3.1 la théorie de la gouvernance cognitive**

La recherche sur les mécanismes de gouvernance permettant de contrôler le dirigeant a été dominée par le cadre d'analyse de la théorie de l'agence qui a attribué une attention quasi exclusive à la grande firme cotée (Zahra & Pearce, 1989 ; Johnson & al., 1996 ; Charreaux, 2000 ; Huse, 2003 & 2005 ; Daily et al. 2003 & 2005). Si elle permet de rendre compte des performances des entreprises, cette conception disciplinaire de la gouvernance reste cependant insuffisante (Charreaux, 2002 ; Wirtz, 2006). Pour les auteurs, elle s'établit dans un

cadre où la création de la valeur est uniquement d'essence disciplinaire et repose sur la réduction des risques d'agence. Charreaux (2001) souligne l'absence du rôle cognitif des actionnaires (CI) ainsi que la non prise en compte du comportement du dirigeant. De plus, l'origine des opportunités d'investissement, l'importance des connaissances et des compétences sont occultées dans les théories juridico-financières de la gouvernance.

Il importe d'explorer d'autres pistes et de compléter cette approche d'autant plus que des études professionnelles et académiques montrent la contribution du CI à la stratégie, au niveau opérationnel et à la performance de l'entreprise (AFIC, 2004 ; Desbrières, 2001). Ainsi, dans le cadre de la prise en considération du rôle stratégique et cognitif des mécanismes de gouvernance, nous mobilisons le cadre théorique de la gouvernance cognitive qui propose une explication en référence à l'apprentissage organisationnel ; une autre qui a trait à l'apport de ressources et des compétences susceptibles de justifier les surperformances de certaines entreprises.

Aoki (1998, 2000) peut être considéré comme le premier à avoir essayé d'explorer la dimension cognitive liée au processus de création et d'appropriation de la valeur en intégrant les aspects internes liés aux caractéristiques de la firme. Il met l'accent sur les aspects productifs quand il définit la gouvernance comme un moyen de contrôle de schémas possibles permettant d'organiser les fonctions entre les différents participants à l'organisation (Aoki, 2000). Si la réflexion d'Aoki (2000) élargit la problématique de la gouvernance au-delà des principaux dirigeants, Charreaux (2002) relève les insuffisances de cette argumentation en raison de l'absence de prise en compte de la dimension création de connaissance par l'apprentissage organisationnel.

Dans le courant cognitif, l'efficacité ne repose plus sur la meilleure utilisation possible des ressources mais davantage sur leur production. L'efficacité devient dynamique, elle est mesurée par la capacité de l'entreprise à créer de la valeur de manière durable à travers l'apprentissage (Charreaux, 2004), la stratégie et le renouvellement des compétences. L'hypothèse de rationalité limitée des théories contractuelles est maintenue dans les approches cognitives mais il s'agit d'une rationalité procédurale plutôt que substantive. Pour Coriat et Weinstein (1995) la rationalité substantive porte sur les résultats de la décision alors que la rationalité procédurale s'intéresse aux processus qui conduisent à la décision. Ainsi la rationalité procédurale qui prévaut dans la conception cognitive conduit à l'étude des processus d'élaboration des décisions. Les décisions se forment au cours des nombreuses interactions entre CI et dirigeant pendant lesquelles les bases de connaissances se forment et les schémas mentaux évoluent (Stévenot, 2005).

Ainsi, les théories cognitives sont fondées sur les ressources et les compétences et considèrent la firme comme un ensemble de connaissances. Elles envisagent les mécanismes de gouvernance comme un moyen d'accéder aux ressources nécessaires et de créer de la valeur. L'origine de la valeur est d'essence cognitive et non disciplinaire. Cette approche cognitive (Charreaux, 2002, 2003) attribue aux mécanismes de gouvernance, davantage un rôle d'orientation, d'apporteur de connaissance et de ressource susceptibles d'accroître la performance. La firme acquiert dans ce scénario la faculté d'apprendre et de créer de la connaissance. L'influence de l'organisation sur le processus de création de valeur ne se limite pas à l'action disciplinaire, mais emprunte une voie plus positive car la source de l'efficacité repose sur les ressources et leurs combinaisons. Cette logique cognitive est plus conforme au rôle productif des organisations (Charreaux, 2001). Wirtz (2006) ajoute que la connaissance est une construction mentale qui participe d'une certaine subjectivité contrairement à

l'information<sup>2</sup> qui est connaissable même si ce n'est pas le cas pour tous les acteurs. Pour l'auteur, cette subjectivité peut contribuer à l'émergence d'une asymétrie de connaissance. Cette dernière serait alors à l'origine des conflits cognitifs qui « *proviennent d'une incompréhension mutuelle due à des représentations subjectives divergentes de l'ensemble des opportunités ouvertes à l'entreprise* » (Wirtz, 2006 ; p.8). Pour Charreaux (2002) ces coûts proviennent de la capacité du dirigeant à exploiter les nouvelles opportunités et les ressources et compétences des actionnaires. En réponse au modèle de Roe (2002, 2003)<sup>3</sup>, Charreaux (2002) propose alors une variable de coût cognitif pour réduire ces conflits. Ces coûts dits cognitifs sont relatifs à la réduction de l'incompréhension susceptible d'exister entre les dirigeants et les actionnaires.

Dans le cadre spécifique de la relation liant le dirigeant aux CI, ces conflits peuvent naître d'un potentiel d'asymétrie de connaissances entre CI et dirigeants lors de la construction d'opportunités d'investissement qui peut donner naissance à des coûts cognitifs. Ces coûts qui en découlent peuvent être issus de la coordination des schémas mentaux des dirigeants et de leurs investisseurs. A l'instar des coûts d'agence Wirtz (2006) distingue trois coûts cognitifs :

- Les coûts de *mentoring* supportés par les CI pour permettre à la firme d'acquérir les compétences requises dans l'interaction avec les dirigeants. Dans le cadre de notre problématique, cela peut consister pour le CI à obliger l'entreprise à produire des *reporting* et à tenir une comptabilité régulière.
- Les coûts de conviction engagés par le dirigeant afin de faire comprendre l'intérêt intrinsèque d'un projet inédit et donc méconnu. Appliqué à l'investissement en capital, ces coûts peuvent avoir pour objectifs de rapprocher les structures cognitives des CI de celles des dirigeants.
- Le coût cognitif résiduel, qui représente la perte résiduelle subie du fait du conflit cognitif.

Ces coûts cognitifs sont des ingrédients de la théorie comportementale de la firme qui repose sur le lien entre les compétences de la firme et la création de la valeur par le biais du gain cognitif correspondant au supplément de valeur dû à l'apport de compétences par les différents acteurs (Charreaux, 2005). Cependant, ces compétences apportées par un nouvel actionnaire, les CI par exemple, peuvent occasionner des coûts d'agence « cognitifs » ou

---

<sup>2</sup> Pour dire ici que la gouvernance disciplinaire, dont le cadre théorique de référence est la théorie de l'agence, ne fait pas de distinction entre l'information et la connaissance à la différence des théories cognitives dont les développements de base reposent justement sur cette distinction. Car pour ces dernières, les opportunités d'investissement ne sont pas données et connues de tous. Elles ne sont pas endogènes telles que perçues par les économistes évolutionnistes, mais sont construites à partir des connaissances spécifiques. En effet, si l'on se réfère à la distinction que Fransmann (1998) fait entre information et connaissance, on peut dire que pour l'auteur, l'information est définie comme l'ensemble de données se rapportant aux états du monde et aux conséquences contingentes à ces états qui découlent des événements du monde résultant de causes naturelles ou sociales. Charreaux (2002) ajoute que l'information est fermée et connaissable mais pas nécessairement par tous les acteurs et qu'en revanche « la connaissance est un ensemble ouvert, subjectif, découlant de l'interprétation de l'information par les individus et contingent à leurs modèles cognitifs ».

<sup>3</sup> Roe critique le modèle juridico-financier de la gouvernance en relevant que les gardes fous, surtout juridiques, s'ils visent à principalement à protéger contre l'opportunisme des dirigeants, ne prévoient rien pour les biais comportementaux tels que les erreurs de jugements.

coûts d'agence de « compétences » puisque la constitution des bases de connaissances s'appuie sur des schémas mentaux qui relèvent de la dimension comportementale. C'est ce qui fait dire à Charreaux (2003; p. 633) que l'enjeu de la gouvernance est « *la coordination qualitative, l'alignement des schémas cognitifs et des modèles d'anticipation* ».

Dans cette analyse, le système de gouvernance a pour rôle de résoudre les conflits cognitifs et de permettre les échanges et la construction de connaissances à partir des ressources dont dispose l'entreprise, les actionnaires contribuant alors activement à la création de la valeur (Charreaux, 2005). En particulier, ces théories permettent de mieux comprendre contrairement aux précédentes, les relations qui lient les dirigeants à des actionnaires spécifiques tels que les capital-investisseurs. Malgré tout, la question de la création des ressources et compétences s'impose. Elle ne s'intéresse plus aux conséquences des décisions mais plutôt aux processus de construction et de prise de décision. L'étude de la gouvernance d'entreprise en vient à s'assimiler à l'analyse empirique d'un système d'action complexe, car il s'agit d'observer les mécanismes concrets de régulation qui régissent les échanges entre CI et dirigeants. En effet, le conflit n'est pas uniquement un conflit d'intérêts, susceptible de se traduire par des tentatives d'enracinement destructeur de valeur, il peut être aussi un conflit de connaissances de par la confrontation de modèles cognitifs généralement différents, desquels peuvent émerger des idées pouvant ainsi contribuer à l'amélioration de la performance financière de l'entreprise, à travers l'innovation. De fait, Charreaux (2002) souligne le caractère sous-optimal de la réduction des conflits cognitifs, car l'innovation peut être générée par l'existence de différents schémas cognitifs. L'auteur relève également le niveau d'intervention des conflits cognitifs. Et si les conflits d'intérêts ne sont pas liés à la formation de l'ensemble des opportunités, les conflits cognitifs quant à eux interviennent à ce niveau et conduisent à déterminer l'orientation stratégique de l'entreprise. Ils naissent des propositions incompatibles entre dirigeants et actionnaires et de leur différence de perception en ce qui concerne la viabilité d'un projet.

### **3.2 La contribution cognitive des CI au processus de création de la valeur**

L'efficacité de la gouvernance se décline au niveau de l'influence du CI dans les décisions managériales et de la performance de l'entreprise (Sapienza et al, 1996 ; Stéphany, 1998 ; Stéphany, 2003). Tout au long de la participation, le CI accompagne le dirigeant dans sa prise de décision. Fama et Jensen (1983) identifient quatre étapes pendant le processus de prise de décisions et l'intervention du CI correspond davantage à une influence sur la manière dont elles sont prises.

- Le CI peut jouer un rôle important pendant la phase d'initiative qui consiste en l'élaboration des projets et la définition de l'ensemble des choix réalisables. A ce niveau le CI peut apporter son réseau de contacts sur le plan financier, technique, commercial et l'expérience dans la pratique du métier de capital investissement et du secteur.
- La ratification du projet d'investissement est fonction des hypothèses du *business plan* et s'inscrit dans une démarche consensuelle où les préoccupations des différents acteurs sont prises en compte. Le CI s'interroge ici sur les perspectives futures de sa participation.
- L'exécution des différentes décisions ratifiées est laissée en grande partie sous la responsabilité du CI qui peut contrôler l'utilisation des ressources qui est



faite pas l'entreprise. Dans la perspective de ce contrôle le CI peut procéder par un financement en plusieurs étapes qui est fonction de la rentabilité séquentielle et de l'atteinte d'objectifs fixés pour chaque étape.

- La surveillance consiste en l'appréciation des performances. Elle conduit le CI à définir le niveau de son implication cognitive relative à la prise de décision managériale.

La contribution des CI à la création de la valeur a été relevée par de nombreuses études. Elles ont montré l'influence du suivi du CI sur l'organisation de l'entreprise financée (Sapienza et al, 1996 ; Jain, 2001 ; Hellman et Puri, 2002). Hellman et Puri ont montré à partir de 170 *start-up* que le CI contribuait à la réduction des délais de vente et donc à la construction d'un avantage concurrentiel. En plus de l'élaboration de la stratégie le CI peut intervenir à un niveau plus opérationnel par l'appel à des conseils extérieurs. Dans ce dernier cas, il s'agit pour les CI de combler leur propre manque de compétences et connaissances ainsi que celui des dirigeants relatif à des domaines bien particulier comme les ressources humaines, le marketing, l'environnement et le marché de l'entreprise. En ce qui concerne le contenu des choix stratégiques, Trehan (2000) et Desbrières et Schatt (2002) montrent que les CI incitent les dirigeants à développer une stratégie de croissance externe. Desbrières (2001) souligne leur apport dans la définition de la politique d'investissement. Pour Fiet et Hirisch (1995) les CI apportent en plus de l'argent, des services opérationnels, les réseaux, l'aide morale et la connaissance des affaires.

En vue d'un partenariat serein pendant la sélection et l'évaluation du projet et aussi pendant la phase post investissement le CI va s'appuyer sur de nombreux aspects de la gestion de l'entreprise :

- La gestion des ressources humaines qui est un point clé lors de la restructuration de l'entreprise. En effet Hellman et Puri (2002) ont montré que le développement de la gestion des ressources humaines est un préalable à la professionnalisation des *start-up*. Kaplan et Strömberg (2001) ont souligné le rôle moteur joué par le CI dans le recrutement des cadres après leur entrée dans le capital. L'embauche d'un directeur financier, administratif, commercial semble donc être nécessaire surtout pour les entreprises à fort potentiel de croissance du secteur des nouvelles technologies où les propriétaires ont une culture uniquement scientifique (Rosenstein et al, 1993). Les travaux de Davila et al (2003) indiquent un accroissement du nombre d'employés durant la phase précédant l'entrée du CI au capital et pendant celles qui suivent son entrée.

- L'élaboration d'un système d'information comptable et financier en vue de produire des informations fiables et objectif nécessaire au suivi de la participation du CI. Du fait des informations demandées et de leur périodicité, les CI vont mettre en place des moyens financiers et humains capables de répondre à ce besoin (Sweeting et al cité par Stephany, 2003).

Outre les apports formels relatifs aux conseils, aux partages de réseaux à la mise en place d'une croissance externe, les CI ont une contribution informelle. Leur présence au sein de l'entreprise est un signal de qualité organisationnelle et managériale pour les différents partenaires et constitue une garantie du potentiel de l'entreprise (Stephany,2003 ; Davila, 2003). En particulier pour les banques qui ne sont pas toujours outillées pour évaluer cette catégorie d'entreprise ayant des risques très élevés. Barry et al (1990) et Sapienza et al (1996)

trouvent ainsi que les entreprises ayant un CI dans leur capital lèvent facilement de nouvelles ressources par rapport à celles ne bénéficiant pas de la présence du CI.

Depuis 2004, l'AFIC n'a pas réalisé des travaux sur l'aide apportée par les CI aux dirigeants. Mais cette dernière enquête est intéressante à deux niveaux :

D'abord parce qu'elle propose un récapitulatif de l'aide apportée par le CI et susceptible d'induire de la valeur. Cette étude révèle que l'apport du CI au niveau de la gestion financière est la plus importante, à hauteur de 80 %. La contribution des CI pour la construction de la stratégie constitue aussi une aide très précieuse pour les dirigeants interrogés dans le cadre de cette étude.

Ensuite, cette étude souligne l'opinion des dirigeants relative à leur perception quant à l'influence des CI sur la création de la valeur de l'entreprise. Pour la cinquantaine de dirigeants interrogés, les facteurs sur lesquelles les CI s'appuient pour rendre l'entreprise plus performante sont une meilleure organisation de la gestion et un développement externe. L'élaboration de la stratégie et l'apport de leur réseau commercial constituent aussi un pilier de leur contribution à la valeur.

Si ces études montrent les voies qu'emprunte la création de la valeur induite par les CI, elles ne mesurent pas toutefois l'influence de ces derniers sur la performance. En effet, ces études sont à caractère uniquement descriptives, professionnelles et occultent le volet explicatif. En plus, la plupart des études académiques tentent de comparer les performances des entreprises soutenues par des CI avec celles qui ne sont pas soutenues (Barry, 1994 ; Brav et Gompers, 1998). De surcroît, de nombreuses recherches reconnaissent la nécessité d'isoler l'influence des CI sur la performance des entreprises (Sapienza et Gupta, 1994 ; Sapienza et al 1996 ; Jain, 2001 ; Hellman et Puri, 2002 ; Bonini et al 2008). Notre étude s'inscrit dans ce cadre et tente de contribuer à l'explication des performances des entreprises assistées par des CI en mettant en exergue le rôle cognitif que ces derniers peuvent remplir à travers les mécanismes de gouvernance.

### **3.3 Hypothèses**

Une hypothèse découlant de la théorie cognitive est que les coûts de *mentoring* pouvant se matérialiser dans la relation CI-dirigeant à travers la syndication par l'intégration de plusieurs investisseurs permet une synergie de compétences pour la construction des connaissances. Pour Jääskeläinen et al. (2009), la syndication peut conduire à une meilleure sélection des projets d'investissements grâce aux partages des informations apportées par les différents investisseurs. Manigart et al (2006) trouvent aussi qu'une des raisons de la syndication peut être le partage des ressources et des compétences. L'intégration de plusieurs CI contribuerait ainsi à un apport significatif cognitif dont l'impact sur la performance de l'entreprise n'est pas moindre. Dans le cas du Cameroun, le sens de la relation attendue est difficile à anticiper dans la mesure où la participation des CI dans les grandes entreprises est presque exclusivement financière. En revanche, pour les entreprises moins grandes, nous avançons l'idée d'après laquelle la syndication leur est profitable car elles bénéficieraient ainsi d'expertises diverses et de compétences variées.

*H1. Il existerait une relation entre la variété des profils des CI participant à un financement et la performance des entreprises.*

Le conseil d'administration peut être considéré comme un lieu d'échange et de discussion où des administrateurs compétents sont en mesure de peser sur les capacités managériales du dirigeant. Pour Jain (2001), les CI qui siègent au conseil d'administration peuvent dispenser des conseils au dirigeant et surtout contribuer à la réorganisation du processus de prise de décision. Ils doivent maîtriser les enjeux stratégiques des marchés où intervient l'entreprise. Pour Wirtz (2006) le profil académique et professionnel des acteurs associés au processus de création de la valeur est d'une importance capitale. Le profil de ces dirigeants et CI leur confère une réelle connaissance des métiers de l'entreprise. Au Cameroun, cette présence ne peut être que profitable à bien des égards. D'abord, du fait de la contribution financière apportée par les CI et qui fait tant défaut aux entreprises. Ensuite, en raison du manque de compétences tant décrié par les CI lors de nos entretiens. On peut comprendre que la présence d'investisseurs expérimentés ayant fait leur classe et s'étant constitués des expériences dans le métier du capital-investissement dans d'autres économies ou cette ressource est plus développée ne peut qu'impacter positivement la performance.

*H2. La présence au CA des CI spécialisés (compétents et expérimentés) est associée positivement à la performance.*

Plus les activités d'une entreprise sont diversifiées, plus la nécessité de faire appel à des informations, des expériences et des compétences différentes est grande. Le conseil d'administration serait un moyen de se procurer les expériences et les connaissances des CI nécessaires à la bonne gestion de la diversification (Pearce et Zahra, 1992). De même, les compétences et expériences apportées par les CI sont un atout dans la gestion opérationnelle des entreprises. En plus de l'apport financier, les CI assistent le dirigeant dans la construction de la stratégie, la planification opérationnelle grâce à leurs compétences et connaissances spécifiques du secteur (Jain, 2001). Il est donc logique de spéculer en faveur d'une meilleure performance des entreprises financées surtout dans l'environnement camerounais où un certain nombre de dirigeants font le choix de multiplier leurs activités en aval sans une lisibilité stratégique en amont.

*H. La performance de l'entreprise se trouve accrue du fait de leur participation à la gestion de l'entreprise (stratégie et gestion opérationnelle).*

Stephany (2003) considère que les investisseurs en capital influencent la composition du conseil d'administration par la diminution du nombre d'administrateurs internes. L'importance du suivi, des contacts amenés par l'investisseur permettent en effet de réduire le nombre de ces administrateurs. Ainsi l'investisseur compenserait la diminution d'administrateurs internes. Rosenstein (1998) montre également que la taille du CA d'entreprises évoluant dans le secteur de haute technologie aux U.S.A. et financées par des CI est plus faible que pour celles financées par d'autres ressources. L'auteur remarque que ce conseil est dominé par des CI du fait de leur haut niveau d'expertise et entretenant des relations étroites avec les entrepreneurs. Rosenstein (1993) confirme la faiblesse de la taille des CA d'entreprises financées par le capital-investissement.

*H4. La taille du CA peut influencer positivement la performance.*

Rosenstein et al. (1993) mettent en évidence la présence d'administrateurs externes dans le CA dont l'implication majeure se situe au niveau de l'assistance dans le recrutement et le remplacement des cadres dirigeants. En effet ces administrateurs externes sont surtout sollicités pour intervenir dans les domaines où les CI ne sont pas dotés de compétences spécifiques. Les CI utilisent leur réseau afin de recruter des administrateurs indépendants

expérimentés capable de contribuer à l'objectif de maximisation de la valeur (Suchard, 2008). Au Cameroun, selon les CI et dirigeants interrogés, la participation d'administrateurs externes indépendants et expérimentés est parfois nécessaire lorsque les CI ne disposent pas de compétences dans un domaine bien précis. Ces administrateurs peuvent représenter des cabinets d'expertise, des conseils ou des dirigeants de grands groupes appartenant au même secteur d'activité que la société financée.

*H5. La présence d'administrateurs externes dotés d'une compétence spécifique et d'une expertise sollicitée par le CI est corrélée positivement à la performance.*

La fréquence des communications est susceptible d'influencer positivement la performance. En effet, la fréquence des communications entre le CI compétent et une entreprise en développement tend ainsi à réduire les coûts cognitifs (Wirtz, 2006) à travers des échanges et la construction de connaissances. Dans le cas camerounais, les CI organisent des séances hebdomadaires, mensuels et trimestriels. Le chargé d'affaires y représente la société de capital-investissement et ces échanges permettent d'approfondir la connaissance des difficultés de l'entreprise, mettre en place des procédures de travail et contribuer plus généralement à la création de la valeur.

*H6. Il existerait une relation positive entre la fréquence des communications (hebdomadaire, mensuelle, trimestrielle, semestrielle) entre le CI et le dirigeant et la performance de l'entreprise.*

Hellman et Puri (2002) soulignent que le développement de l'entreprise passe par l'influence des CI au niveau de la professionnalisation de la fonction ressource humaine. De même que Davila et al (2003) montrent que les CI ont une influence sur la politique de recrutement de l'entreprise. Sachant que la création de la valeur emprunte la voie d'une bonne politique de recrutement, laquelle permettra à l'entreprise de se doter de compétences et connaissances spécifiques. Au Cameroun, le recrutement n'est pas toujours objectif et s'organise parfois sur fond de clientélisme et de népotisme. L'investisseur y met bon ordre et est la recherche de personnes ayant des compétences spécifiques, techniques. on peut donc émettre l'hypothèse que :

*H7. La mise en œuvre d'une politique de recrutement en vue de doter l'entreprise soutenue par les CI influence positivement la performance*

#### **4. Méthodologie**

Cette section est essentiellement liée à la méthodologie relative au modèle économétrique. Elle présente la posture épistémologique, les échantillons, la méthode de collecte des données, et la démarche suivie. Elle décrit également les variables ainsi que leur mesure.

##### **5.1. Positionnement épistémologique**

Nous mobilisons l'induction dans la première phase qui consiste à entretenir les CI et dirigeants sur les pratiques de gouvernance des entreprises soutenues (entretiens réalisés en 2007 et 2008). Thietart (2007, p.61) entend par induction « *une généralisation prenant appui sur un raisonnement par lequel on passe du particulier au général, des faits aux lois, des effets à la cause et des conséquences aux principes. Au sens propre du terme, il n'y a induction que si, en vérifiant une relation (sans rien démontrer), sur un certain nombre d'exemples concrets, le chercheur pose que la relation est vraie pour toutes les observations à*

venir ». Les allers et retours entre le terrain et la théorie nous permettent de construire une modélisation théorique mettant en relation la gouvernance des entreprises à leurs performances financières observées. Le positionnement positiviste semble approprié pour expliquer ces dernières. En s'appuyant sur l'approche hypothético - déductive, ce positionnement repose sur l'existence d'un modèle de recherche théorique défini au préalable à partir de la littérature et des entretiens exploratoires réalisés auprès des CI et dirigeants. La démarche hypothético - déductive est d'expliquer, de tester et de vérifier un certain nombre d'hypothèses. Cette approche permet de généraliser, de réfuter ou de valider un champ théorique. L'objet de la recherche s'élabore au préalable et se construit au fur et à mesure car le chercheur s'appuie sur une idée du phénomène étudié, de cadres théoriques et d'hypothèses. Les logiques inductives et déductive seraient *a priori* complémentaires et cohabiteraient dans la production des connaissances (Thiétart, 2007).

## **5.2 La méthodologie**

Pour expliquer la performance des entreprises camerounaises financées par des CI à partir de la gouvernance exercée par ces derniers, la méthode quantitative nous semble appropriée. Elle repose sur des modèles économétriques testés à partir des données recueillies et permet ainsi de vérifier empiriquement une théorie prévue initialement. Toutefois, les entretiens sémi-directifs dans une perspective qualitative sont envisagés afin de capturer l'influence cognitive des CI sur la performance des entreprises financées.

## **5.3 Echantillons, données et démarche suivie**

Notre analyse porte sur les entreprises camerounaises. A partir de cette population nous constituons deux sous-échantillons appariés dont le premier est composé d'entreprises financées par capital-investissement et le second d'entreprises financées par d'autres ressources. La définition de cet échantillon de contrôle est relativement difficile. En effet, il doit avoir les caractéristiques similaires au premier groupe en termes de taille et de secteur d'activité. Ces deux sous échantillons d'entreprises sont donc sélectionnés en tenant compte de ces deux critères. 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. Les secondes ont été collectées par un questionnaire élaboré à partir des entretiens de 2007 et 2008 et administré entre juin et septembre 2009 auprès de la direction des entreprises soutenues. Les pré-tests ont été réalisés auprès de 4 CI et de 8 dirigeants. 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.

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 de capital-investissement (tableau 1, annexes). Soit un taux de réponse de 81%. Les entretiens se sont déroulés pour l'essentiel en face à face et en deux temps. La première phase a permis de collecter des données financières et de gouvernance. La deuxième phase a consisté à aborder des questions relatives au déroulement de leur relation cognitive avec les CI, aux conflits susceptibles de survenir et aux moyens d'y remédier. A partir d'entretiens

semi-directifs, cette deuxième phase a permis d'approfondir ceux réalisés en 2007 et 2008 en interrogeant cinq CI et dix dirigeants. Afin d'avoir une vue d'ensemble des apports cognitifs des CI, nous avons interrogé un CI étatique, trois CI indépendants (américain, français et national), et le dernier enfin est captif et national. Les entretiens se sont déroulés sur trois jours du fait de la disponibilité des enquêtés. Les questions étaient relatives à la contribution cognitive des CI, aux changements apportés du fait de leur participation, aux conflits susceptibles de survenir entre eux et les dirigeants et aux moyens mis en œuvre pour les résorber.

La collecte des données financières étant un problème que rencontre 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. Et 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.

## **5.4 Les variables**

Nous présentons les variables de performances et de gouvernance. 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 de d'éviter les réponses neutres susceptibles d'être capturées par la dernière graduation<sup>4</sup> (Dawes, 2008).

### **Les variables dépendantes, de Performance**

Le ROE (*Return on Equity*) paraît indiqué pour mesurer la performance financière en raison du fait que notre étude porte sur des entreprises non cotées. Cet indicateur traduit la rentabilité des capitaux propres et est égal au rapport résultat net sur capitaux propres : RN/CP.

### **Les variables indépendantes, exogènes ou de gouvernance**

Il est question ici d'extraire les variables de la théorie de la gouvernance disciplinaire et des travaux empiriques. Nous avons des variables relatives à la structure des instances de gouvernance, au processus et aux décisions prises durant les réunions des CA.

#### **- Les variables du conseil d'administration**

La plupart des études sur la gouvernance des entreprises utilisent les caractéristiques du CA pour mesurer l'effet que peut avoir le CA sur la performance. Si bon nombre de ces études ont des résultats mitigés (Pichard et Stamford, 1998 ; Godard, 2004 ; Suchard, 2008), les variables retenus pour mesurer cet effet sont :

---

<sup>4</sup> 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.

La taille du conseil d'administration « TAI\_CA » représente le nombre d'administrateurs au conseil d'administration.

La variable « SYND\_COMPL » mesure la variété des CI faisant parti de l'opération de syndication et prend la valeur 1 lorsque les CI ont des profils et des expériences différentes et 0 sinon.

La variable « EXP\_EXT » indique le nombre d'administrateurs externes compétents et expérimentés au sein du CA.

#### - **Les variables de gouvernance liées aux décisions**

En s'inspirant largement des travaux de Jain (2001), Hellman et Puri (2002) et Bonini et al. (2008) ces variables mesurent l'intensité de l'implication du dirigeant au niveau de la prise de décision au sein du CA en ce qui concerne :

La politique de recrutement est mesurée par plusieurs variables

- REM\_DIRCOMP est une variable qui mesure le remplacement du dirigeant pour des raisons de recherche de compétences et prend la valeur 1 et 0 sinon.
- RECR\_DM, RECR\_DF appréhende le recrutement d'un directeur financier et ou marketing et prend la valeur 1 et 0 sinon.
- Les décisions relatives à l'investissement au sein du CA variable « DECI\_INV ».
- Celles qui sont liées à la définition de la stratégie « STRATE »

Ces variables sont appréciées sur une échelle de Likert de 4 points allant de 1=aucune influence du CI à 4= grande influence du CI

#### - **Les variables de gouvernance liées au processus de gouvernance**

En nous appuyant sur les travaux de Sapienza et al (1996) et Bonnet (2004) 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. Ces variables liées à la fréquence ont également été recodées en tant que variable binaire.

La deuxième variable de gouvernance liée au processus 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. Nous avons voulu savoir la durée par mission et le nombre de ces missions par an sur la période d'étude à travers le questionnaire adressé aux dirigeants.

#### - **Les variables relatives aux mécanismes spécifiques au capital-investissement**

La syndication implique que plusieurs CI participent au capital d'une entreprise (Desbrières, 2001 ; Stephany, 2003 ; Cherif, 2008). La variable « SYN\_COMPL » est mesurée par l'expérience des CI dans la création ou la gestion de l'entreprise (organisation, stratégie, investissement), dans le métier du capital-investissement et le secteur d'activité de

l'entreprise et prend la valeur 1 quand il y a une syndication regroupant plusieurs CI ayant des compétences complémentaires et 0 sinon.

#### **- Les variables de contrôle**

**La taille de l'entreprise :** notre échantillon est composé à la fois de grandes entreprises et de PME. La différence de taille de l'entreprise est donc susceptible d'expliquer les meilleures performances enregistrées (Kasznik, 1995 ; Lang et Lundholm, 1993).

**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 en fonction de leur origine. L'entretien nous a révélé que les CI étrangers recherchent une rentabilité élevée et investissent régulièrement dans des multinationales occidentales où dans les entreprises dont les européens sont à la tête. 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 est relativement incertain.

**La nature du CI** est une variable qui prend la valeur 1 lorsque le CI est indépendant et 0 sinon. L'exigence de rentabilité n'est pas la même selon que la SCI est indépendante ou captive de groupe ou adossée à l'état.

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 le problème de free cash flow de ce dernier, les dirigeants ont tendance à investir dans des projets à faible performance. Nous adoptons deux mesures de l'endettement:

SF1: dettes à long et moyen terme/fonds propres.

SF2: dettes à court terme/total actif.

## **6. Résultats, analyses et discussions**

Nous adoptons une démarche dynamique qui consiste dans un premier temps à montrer que les entreprises soutenues surperforment à travers les tests de différence de moyenne. Ensuite nous présentons le modèle explicatif de ces surperformances.

### **6.1 La performance des entreprises financées par capital-investissement au Cameroun**

En s'appuyant sur la littérature et sur les chiffres collectés en 2007 dans le cadre de cette étude auprès de la SNI et de l'INS, nous partons de l'idée suivant laquelle les entreprises financées par capital-investissement seraient plus performantes que celles financées par d'autres ressources. L'étape suivante de notre réflexion est de montrer qu'effectivement les entreprises avec des CI dans leur capital surperforment par rapport à celles sans CI dans leur capital. Or, au Cameroun, il n'existe pas à notre connaissance d'études antérieures relatives à la performance des entreprises financées par capital-



investissement. Face à ce manque d'études empiriques passées, la seule alternative est de collecter les données relatives aux deux types d'entreprise<sup>5</sup> et de mettre en exergue l'existence de cette surperformance par le biais de tests de différence de moyenne (t de student). La performance des entreprises est mesurée par le résultat net, le résultat d'exploitation, le chiffre d'affaire, la valeur ajoutée, les rentabilités commerciale (résultat net/chiffre d'affaires), financière (résultat net/capitaux propres) et globale (résultat net/actif total). Les données relatives à ces variables sont extraites de la base de données de l'INS.

Notre démarche est dynamique et nous avons collecté des informations en 2007 sur 33 entreprises sur lesquelles nous avons réalisé les tests de supériorité de performance dans cette phase préalable (2005-2007). Le test permet d'éprouver l'hypothèse nulle  $H_0$  : la variable est distribuée de manière égale dans les deux populations, laquelle est rejetée lorsque la probabilité calculée est inférieure à 5% et la statistique calculée supérieure à la statistique lue dans la table.

Les tests de différence de moyenne effectués montrent des différences de performances entre ces deux groupes de sous-échantillons au seuil de signification de 5 % et 1 %. Les entreprises financées par capital-investissement ont en moyenne un résultat net plus important que les autres entreprises. Sur 33 entreprises pour chacun des sous-échantillons observé sur trois ans (2005-2007), on note 12 résultats nets négatifs pour les entreprises avec CI dans leur capital contre 42 résultats nets négatifs pour les entreprises sans CI, soit environ la moitié pour ces dernières sur trois ans. On arrive aux mêmes conclusions en ce qui concerne le résultat d'exploitation. Le chiffre d'affaires et la valeur ajoutée sont plus élevés dans le premier échantillon (échantillon avec CI). Par conséquent, la marge commerciale est plus importante dans le premier groupe d'entreprise. On note également que les entreprises avec CI sont financièrement plus performantes que les autres. De fait, le seuil de signification observé pour l'ensemble de ces variables est inférieur au seuil de 5 %. Les tests de différence au niveau de la taille sont concluants pour les variables total actif et chiffres d'affaire. Par contre le test de différence de moyenne réalisée sur la variable effectif n'est pas significatif et on peut expliquer ce fait à cause de l'impossibilité d'avoir exactement des entreprises de même effectif pour l'échantillon de contrôle.

## **Tableau 2 : Test de différence de performance**

---

<sup>5</sup> Les entreprises constituant le second sous-échantillon sans CI sont les jumelles du premier. Elles appartiennent au même secteur d'activité que celles constituant le premier échantillon. Statistiquement elles ont également la même taille que celles de l'échantillon de l'étude (voir test de différence de moyenne).

Variables	Entreprises avec CI	Entreprises sans CI	T-stat (U-Mann Withney)	p
Résultat net	3 002 297 459	571 190 000	2,97439	0,001667
Taux de marge commerciale	7,4249	-7,9362	3,57777	0,0002227
Rentabilité financière	354,01	213,47	2,0095	0,015
Total actif	32 273 598 201	31 851 754 426	2,29676	0,01138
Valeur ajoutée	9 429 600 000	4 400 200 000	2,51094	0,006454
Résultat d'exploitation	3 799 800 000	1 428 500 000	1,99899	0,02354
Chiffre d'affaires	37 369 000 000	14 602 000 000	2,76773	0,003113
Rentabilité globale	4,808	-3,0565	1,0112	0,1567
Effectif	431,0942857	520	1,59185	0,05657

Une fois que les meilleures performances des entreprises financées sont établies, nous présentons les résultats du modèle.

## 6.2 Statistiques descriptives des variables de gouvernance

Au niveau des variables de gouvernance processuelle, rappelons qu'il s'agit ici de la fréquence des contacts entre CI et dirigeants. Et qu'il était question pour ces derniers d'apprécier la nature de leurs contacts avec l'investisseur sur une échelle de quatre points (une fois par semaine, une fois par mois, une fois par trimestre, une fois par semestre) et pour des contacts de nature écrit, téléphonique, face à face, CA, autres réunions. Ces variables catégorielles n'ont pas été agrégées au risque de perdre des informations. Nous les avons recodé chacune sur une échelle binaire.

**Tableau 3 : 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	
	Eff.	%	Eff.	%	Eff.	%	Eff.	%
Écrit	3	0,0085714	102	0,29143	130	0,37143	115	0,3286
Téléphonique	118	0,33991	136	0,38857	0	0	0	0
Face à face	120	0,35	120	0,35	115	0,32857	0	0
CA			4	0,009	350	1	0	0
Autres réunions	109	0,31	50	0,14	0	0	0	0

Les contacts écrits sont plus fluides entre CI et dirigeants mensuellement (0,29) trimestriellement (0,39) et semestriellement (0,33). Les contacts écrits mensuels sont relatifs au suivi contractuel et même informel. Quant aux contacts trimestriels et semestriels ils sont

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 (0,30). En général c'est une séance de travail organisé entre le dirigeant, où le responsable financier et le chargé d'affaire de la SCI. Et en vue de cette rencontre, des contacts téléphoniques sont mis en ouvre à peu près dans les même proportions que le face à face. Des contacts téléphoniques sont également effectués pour des demandes d'informations complémentaires. Si quelques CA extraordinaires ont siégé (0,009), il reste qu'au regard de la loi, les CA de toutes les entreprises de notre échantillon se réunissent tous les trimestres. Il existe bien sur d'autres réunions pour l'essentiel informelles et qui ont une tenue hebdomadaire (0,31) et mensuelle (0,14).

Pour ce qui est de la gouvernance spécifique au capital-investissement, un quart des entreprises est financé par au moins deux CI. Et de fait, l'ensemble des CI sont expérimentées dans le métier du capital-investissement et du secteur d'activité des entreprises financées.

De même 80 % des administrateurs indépendants ont une certaines compétences sollicitées par les CI. Les dirigeants reconnaissent qu'une proportion de 0,24 CI dispose de compétences complémentaires sources de performance.

La troisième catégorie de variables de gouvernance regroupe des questions liées à l'influence du CI sur la prise des décisions essentiellement au sein des CA. Les statistiques descriptives font état de l'influence des CI au sein des CA au niveau des décisions d'investissement, de la planification de la stratégie, du recrutement d'un directeur financier et marketing et du remplacement d'un dirigeant pour des raisons de recherche de compétences. En effet 38% de dirigeants interrogés soulignent l'importance de la participation cognitive des CI au niveau des points stratégiques, des questions d'investissement et de recrutement. 26% affirment que les CI ont une très grande influence à ces différents niveaux cognitifs contre 13% et 25% respectivement pour aucune influence et une faible contribution. Les CI interrogés ont aussi souligné le fait que lorsque l'entreprise soutenue est créée du fait de leur initiative, un dirigeant externe et non actionnaire est systématiquement recruté eut égard à ses compétences.

### 6.3 Les variables de performances financières

Il s'agit du ROE calculé à partir du résultat net.

**Tableau 4 : Statistiques descriptives relatives aux variables de performances financières**

	Moyenne	Ecart - type
<b>Résultat net</b>	8,9908 <sup>08</sup>	4.0942 <sup>09</sup>
<b>ROE</b>	0,34968	30,922

Comme nous l'avons montré les entreprises soutenues par les SCI sont en moyenne performantes bien qu'on observe une forte dispersion. 63% des dirigeants ont reconnu avoir réalisé un résultat net supérieur à leurs attentes. La variabilité inter-individuelle (*between*) est de 11,798 pour mille tandis-que la variabilité intra-individuelle (*within*) est de 30,889 pour

mille. Ce qui montre que le ROE varie beaucoup au sein d'une entreprise d'une période à une autre mais varie peu d'une entreprise à une autre.

#### 6.4 Analyses des régressions

Dans un premier temps, nous effectuons des régressions linéaires. Ensuite, compte tenu du fait que nous travaillons sur des données de panel, et que le modèle de régression linéaire ne suppose aucune hétérogénéité, nous allons tenir compte des effets fixes et variables. Ceci d'autant plus que les statistiques descriptives de la variable dépendante (ROE) ont révélé une grande variabilité d'une entreprise à l'autre et à l'intérieur d'une même entreprise. Au total, nous présenterons les trois méthodes d'estimation et ensuite, nous ressortirons celle qui est optimale pour l'analyse des résultats à partir du test de Hausman (tableau 5).

En effet, le test de Hausman compare la performance des modèles à effets fixes et à effets aléatoires et révèle que ce dernier doit être pris en compte pour l'analyse (p-value > 5%).

##### 6.4.1 Résultats pour la totalité de l'échantillon

Les hypothèses 4 et 5 ne sont pas confirmées et traduisent le fait que les **administrateurs externes et la taille du CA** n'impactent pas les résultats financiers. En revanche, l'examen du tableau montre que les hypothèses 1/3/6/7 sont vérifiées.

En effet, les variables relatives à **l'influence des CI au niveau de la prise de décision** pour le recrutement d'un dirigeant et pour l'encadrement au niveau marketing du modèle expliquent la performance financière des entreprises camerounaises. Ces résultats indiquent le comportement actif des CI et montrent qu'en plus de la contribution financière, ils apportent de l'expertise au niveau de la construction des compétences (Desbrières, 2001 ; Bonini et al., 2009). Ces résultats corroborent ceux de Hellman et Puri (2002) qui ont mis en évidence l'influence des CI au niveau de la professionnalisation de fonction des ressources de ressources humaines.

De même, l'impact de la contribution cognitive des CI en termes d'**élaboration de la stratégie et de la planification des investissements** sur la performance confirme les travaux de Bonini et al. (2009). On constate avec Broughman (2009) que la fréquence des contacts entre CI et dirigeants est porteuse de création de la valeur car elle permet à ces derniers de travailler en collaboration. Ceci suggère qu'au cours de leurs interactions avec les dirigeants, les CI oeuvrent pour un apprentissage à des méthodes de travail plus optimales par la mise en place des apprentissages et des procédures.

La complémentarité des CI au sein de **la syndication** a un effet sur la performance. Ce résultat va dans le sens de la théorie cognitive. Mais on remarque que la variable est significative mais n'a pas le signe attendu puisqu'elle influence négativement la performance et ne corroborent pas les travaux passés (Manigart et al, 2006 ; Cherif, 2008 ; Jääskeläinen et al., 2009). Ces résultats peuvent s'expliquer par le fait que la recherche et l'accès aux ressources et compétences ne sont pas les motivations premières justifiant le désir des CI camerounais à syndiquer mais davantage le partage du risque. Cela signifie qu'au cours de la syndication, la coordination et la cohésion des idées pour la bonne marche de l'entreprise n'est pas efficace et se traduit par un effet négatif sur la performance.

**La nationalité** (française, américaine et camerounaise) est un facteur déterminant de la valeur. La performance est accrue lorsque le CI est camerounais. Ce résultat peut s'expliquer par le fait que 80% des entreprises sont financées par des CI camerounais qui souhaitent ainsi contribuer au développement du tissu économique. D'ailleurs ces CI financent essentiellement des entreprises en phase de démarrage (figure 2, page 4). Dans les grandes entreprises, les investisseurs sont en général l'Etat et des étrangers. 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 le reste des entreprises financées par les nationaux.

**La nature** (étatique/captive ou indépendante) du CI n'a aucune influence sur la performance. Ceci va à l'encontre des travaux sur le capital-investissement qui nous enseignent que les investisseurs indépendants ont des exigences de rentabilité plus importantes que leurs homologues qui appartiennent à un réseau (Hugot, 2001 ; Mougnot, 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 divisé en fonction de la nature étatique, captive et indépendante des CI. Mais dans notre échantillon, il se trouve que 26 entreprises sont financées par l'Etat, 31 par des CI captifs et 28 par des indépendants. Le reproche majeur est 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.

Compte tenu du fait que dans notre échantillon nous disposons de grandes et petites entreprises nous allons scinder l'échantillon en ces deux sous-groupes. Afin qu'ils soient égaux, nous ne retenons que 30 pour chaque sous échantillon. Ceci va nous permettre de vérifier si les effets des variables explicatives sur la performance financière jouent de la même manière dans les deux types d'entreprises.

#### **6.4.2 Résultats pour les sous échantillons en fonction de la taille**

Le tableau 6 montre que la taille de l'entreprise détermine la performance contrairement au résultat pour l'échantillon total. En effet, pour le sous échantillon de grandes entreprises, la taille influence positivement la performance et on peut conclure qu'une grande entreprise voit sa performance meilleure contrairement aux PME. Ces résultats corroborent la théorie.

De surcroît, dans l'échantillon de grandes entreprises, l'expérience des administrateurs qualifiés d'indépendants a un impact significativement positif sur le ROE. Cette variable n'est ni significative sur l'ensemble de l'échantillon, ni sur le sous l'échantillon de PME. Ceci nous amène à constater que les administrateurs externes libres d'intérêts jouent un rôle important dans la gouvernance des grandes entreprises, multinationales contrôlées par des sociétés étrangères. Ces entreprises respecteraient donc l'une des meilleures pratiques de gouvernance qui garantit l'investissement des actionnaires par une gestion plus saine.

En ce qui concerne les PME, ces administrateurs sont rarement libres d'intérêts et ont des relations amicales ou professionnelles avec les dirigeants. Certains ont des participations dans d'autres sociétés financées par les CI.

L'influence des CI au niveau de la prise de décision stratégique et en matière de recrutement est relativement peu importante dans l'échantillon de grandes entreprises. Cela suppose qu'en tant qu'entité d'un groupe, ces entreprises ont des services de recrutement efficaces et des responsables formés pour décider de la stratégie. Ces résultats montrent que les CI sont en « retrait » et ne participent pas activement, leur contribution est en majorité financière. Contrairement au sous échantillon de PME où le CI a une main mise sur les décisions stratégiques et en matière de recrutement. Le dirigeant est un membre de la famille et il est difficile au CI de le remplacer ce qui justifie l'activisme des CI.

Dans la mesure où l'approche cognitive considère que les connaissances et les compétences se construisent dans l'interaction sociale entre les CI et les dirigeants, la méthode qualitative de guide d'entretiens semi-directif menés avec la collaboration de 5 CI et 10 dirigeants d'entreprises nous a semblé complémentaire à la méthode quantitative. Des questions relatives à la gestion du dirigeant au niveau des ressources humaines telles que le recrutement et la rémunération, à l'élaboration de la stratégie, à la définition de la politique d'investissement ont été abordées. Au terme de ces entretiens et après l'analyse de contenu thématique catégorielle via le calcul des fréquences d'apparitions des catégories et sous catégorie<sup>6</sup>, on constate que le CI a une influence notable sur la gestion du dirigeant. En effet, la gestion du dirigeant est informelle et n'est pas structurée avant l'entrée des CI dans le capital de l'entreprise familiale camerounaise<sup>7</sup>. 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, toutes les affaires étant sous le contrôle d'un même propriétaire, il en résulte un risque de confusion.

De plus, ce dernier confond souvent le patrimoine familial et celui de l'entreprise. En effet, dès que la grande famille sent « l'odeur de l'argent », elle envoie des émissaires et il est difficile au "riche" parent 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 ont été faites par l'intermédiaire 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 peut entraîner des conflits entre le dirigeant et le CI. Ceci conduit le CI à s'impliquer davantage dans la gouvernance de l'entreprise en multipliant les contacts avec le 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.

Les dirigeants et CI ont reconnu l'importance de la contribution de ces derniers au niveau de la restructuration des ressources humaines pour les entreprises familiales. Le recrutement dans ces sociétés ne se fait pas toujours sur la base de la compétence mais

---

<sup>6</sup> Cf. annexes pour le regroupement des entretiens (Tableau 7).

<sup>7</sup> Une réalité mise en avant par les CI durant les entretiens que nous avons menés.

davantage sur la base familiale. Dans les entreprises financées par la société d'investissement appartenant à l'état, les logiques de recrutement sont fondées sur le réseautage. De sorte que la plupart des dirigeants n'ont aucune notion de gestion de l'entreprise. Ce qui explique aussi en grande partie les faillites nombreuses de ces entreprises. En effet, on remarque qu'en 1963, la société d'investissement appartenant à l'Etat avait une centaine d'entreprises dans son portefeuille. En juin 1988 ce nombre passe à 59, et à l'heure actuelle la Société Nationale d'Investissement (SNI) a dans son portefeuille 30 entreprises dont 26 en activité normale. Malgré les cinq plans quinquennaux élaborés par le gouvernement camerounais par le biais de ses ministères en charge de l'Industrie du Commerce et du Plan, de l'Aménagement et du Territoire, ces entreprises ne connaissent que des échecs. Pour s'en convaincre, il suffit d'examiner la décroissance du nombre d'entreprise financée par la SNI<sup>8</sup>.

Un apport majeur des CI et reconnu par l'ensemble des dirigeants d'entreprises à taille humaine est la mise en place d'une tenue de comptabilité, et du *reporting*. Les CI participent aussi significativement à l'élaboration de la stratégie et à la définition des objectifs relatifs à la définition d'une politique d'investissement (Desbrières et Schatt, 2002). Cette contribution n'est pas importante pour les entreprises appartenant à des groupes étrangers. Notre étude a aussi révélé différentes contributions des CI :

- Les CI ont initié la production d'informations comptables selon les règlements en vigueur.
- Ils ont contribué à la formation des employés.
- Certains ont apporté l'idée de développement de nouveaux produits.
- Les investisseurs ont contribué à la diminution du besoin de fond de roulement, à l'augmentation des points de vente et à la mise sur pied d'une campagne publicitaire importante.
- Les CI ont apporté leur réseau car depuis leur arrivée les entreprises reconnaissent volontiers le soutien apporté par les autorités locales pour obtenir des crédits.

Les CI interrogés ont relevé un mécanisme inconnu de la littérature à notre connaissance mais très utilisé pour apporter leur soutien à l'entreprise bénéficiaire du financement. Il s'agit des missions effectuées par les CI au sein de l'entreprise. Ces missions ont des durées variables et ont pour objectif d'assurer un contrôle de proximité. Elles ont également pour but de comprendre l'origine des difficultés rencontrées par l'entreprise, d'y remédier et de contraindre le dirigeant à œuvrer dans l'intérêt des CI.

Par ailleurs, les entretiens ont mis en exergue des conflits entre CI et dirigeants. Le premier apparaît lorsque les résultats financiers de l'entreprise se dégradent. Ensuite les logiques relatives à la conduite de l'entreprise peuvent fortement diverger. Pour le CI le raisonnement financier et l'assainissement des ratios d'endettement priment alors que pour le dirigeant on note un désir de développement. Les problèmes de mauvaise gestion engendrent aussi des conflits surtout en cas de détournements, d'utilisation frauduleuse de fonds et de décision prise sans consulter le CI alors que des dispositions contractuelles sont prévues à cet

---

<sup>8</sup> On pourrait penser que cette société d'investissement remplit sa mission ; Mais il faut nuancer cette position car ses rapports montrent que la plupart des entreprises sorties du portefeuille ont fait faillite et d'autres ont été liquidées.

effet. Ce conflit est très présent lorsqu'il s'agit de CI indépendants. Les augmentations futures de capital aussi posent des problèmes lorsque l'actionnariat n'est pas harmonieux et homogène. D'autres actionnaires ne souhaitent pas faire entrer un nouvel investisseur dans le capital. La décision de ne pas distribuer de dividendes sur plusieurs années mais de les passer en réserve conduit certains actionnaires à vendre leurs titres. Nous avons identifié une source de conflits entre CI et dirigeants lorsque ces derniers conçoivent des produits présentant des avantages concurrentiels certains mais avec une quasi absence de politique de commercialisation. Le CI apporte l'idée de stratégie commerciale et dans ce sens « exige » le recrutement de personnes qualifiées durant les négociations pendant le tour de table. Mais une fois le financement accordé, les conflits naissent quand le dirigeant ne souhaite pas recruter une personne extérieure. L'investisseur impose alors un financement en plusieurs étapes, dilue fortement le capital et peut révoquer les dirigeants nuisibles au développement de l'entreprise.

### **Conclusion**

De nombreux travaux ont relevé la contribution des CI aux niveaux de la stratégie, de la gestion opérationnelle des entreprises financées. Au delà de cette contribution, cette communication a essayé de montrer l'impact que l'investisseur en capital sur la performance des entreprises dans le contexte. Les théories cognitives ont enrichi la réflexion et ont servi de cadre théorique à la compréhension des apports des CI et leur impact sur la valeur. A partir d'un modèle théorique de recherche testé sur des données de panel de 70 entreprises financées sur la période de 2004 à 2008 et d'une étude de cas il apparaît que la contribution des CI à la performance passe par l'implication aux niveaux des décisions relatives au recrutement, à l'élaboration et à la définition de la stratégie, à de nombreux contacts avec le dirigeants. Les CI contribuent également à créer de la valeur grâce à de nombreuses missions effectuées au sein de l'entreprise. Ce partenariat n'étant pas un long fleuve tranquille, nous avons noté quelques conflits qui sont parfois résolus par la négociation ou la médiation.

### **Bibliographie**

- Allouche J., Amann B.,** (2000), "L'entreprise familial: un état de l'art", *Finance contrôle et stratégie*, vol.3n°1, pp.33-80.
- Aoki M.,** (1998), *Contracts, organizations and institutions, II Annual conference of the international society for new institutional economics*, September, Paris.
- Aoki M.,** (2000), *Information, corporate governance, and institutional diversity, competitiveness in Japan, the USA, and the transitional economies*, Oxford University Press.
- Bonini S., Aktuocar Alkan., Salvi A.,** (2009) "The Effects of venture capitalists on the governance of firms", *Science social reseau network*.
- Broughman B.,** (2009) « The Role of independent directors in VC-backed firms », *Science social reseau network*. UC Berkeley – School of Law.
- Charreaux G.,** (2000), "Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance", *La Revue du Financier*, vol 127, pp.6-17.
- Charreaux G.,** (2002b), « L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives », *Revue Française de Gestion*, vol.28, n°141, novembre-décembre, pp. 75-107.
- 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.**, (2004), « Les théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux », *Cahier du Fargo*, n°1040101.

**Charreaux G.**, (2005), « Pour une gouvernance d'entreprise « comportementale », une réflexion exploratoire », *Revue française de gestion*, pp.215-238.

**Daily C., Dalton D., Canella A. (2003)**, Introduction to special topic forum-Corporate governance: decades of dialogue and data, *Academy of Management Review*, vol. 28, n° 3, pp.371-382.

**Desbrières P., 2001**, " La relation capital - investissement dans les firmes industrielles et commerciales", in : *Images de l'investissement : une lecture organisationnelle*, Vuibert, Charreaux G. ed.

**Desbrières P.**, (2001b), « Le capital-investissement », *Banque et Marché*, n°51, mars-avril, pp. 40-45.

**Desbrières P., Schatt A.**, (2002), « The impacts of LBOs on the performance of acquired firms: the french case » *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol.29, pp. 695-729.

**Desbrières P., Manigart S., Lockett A., Meuleman M., Wright M., Landström H., Bruining H., Hommel U.**, (2006) "Venture capitalists decision to syndicate", *Entrepreneurship theory and practice*, March, pp. 131-153.

**Fama E. et Jensen M. (1983)**, Separation of ownership and control, *Journal of Law & Economics*, vol. 26, pp.301-325.

**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.

**Fried V., Hisrich R. (1995)**, The venture capitalist: A relationship investor, *California Management Review*, vol.37, n° 2, pp.101-113.

**Hellmann T., Manju P.**, (2002), "Venture Capital Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence" *The Journal of Finance*, vol. 57, n° 1, février pp.169-197.

**Jain B.**, (2001), « Predictors of Performance of Venture Capitalist – Backed Organisations », *Journal of Business Research*, vol. 52, pp. 223 – 233.

**Hugot J.B. (2001)**, Le guide des sociétés de capital-investissement, Paris : les éditions du management, 3<sup>ème</sup> ed, coll l'Entreprise.

**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 pages .

**Jensen M.C.**, (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review*, vol.76, n°2, may, 1986, pp.323-329.

**Sapienza H., Manigart S., Vermeir W. (1996)**, Venture capitalist governance and value added in four countries, *Journal of Business Venturing*, vol.11, n° 6, p.439-469.

**Stephany E.**, (2001), « L'évolution des pratiques de capital - risque en France », *Revue française de Gestion*, septembre-octobre, pp. 63-75.

**Suchard (2008)** « The Impact of Venture Capital Backing on the Corporate Governance of

Australian Initial Public Offerings ». *Science social reseau network*. **University of New South Wales**.

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

**Zahra S., Pearce J., (1989)**, “Boards of directors and corporate financial performance: a review and integrative model”, *Journal of Management*, vol.15, n°2, 291-334.

## Annexes

**Tableau 1 : Répartition des entreprises camerounaises financées par des CI par secteur d'activité et localisation géographique**

Secteur d'activité	Nombre d'entreprises avec CI	Localisation géographique
8-Transformation des produits d'origine agricole	9	Yaoundé-Centre
10-Autres industries alimentaires	9	Yaoundé- Centre Douala- Littoral
11-Fabrication des boissons et tabacs	4	Yaoundé- Centre Douala- Littoral
12-Industries textiles et confection	1	Garoua-Nord
14-Industrie du bois & fabrication des meubles	4	Yaoundé- Centre Douala- Littoral
15-Fabrication de papier et articles en papier	4	Yaoundé- Centre Douala- Littoral Bafoussam-Ouest
16-Industries chimiques, fabrication des produits chimiques	5	Yaoundé- Centre Douala- Littoral
17-Industrie du caoutchouc, plastique	5	Yaoundé- Centre Douala- Littoral
18-Fabrication des matériaux de construction	3	Douala- Littoral
19-Industries métallurgiques de base	3	Douala- Littoral

20-Fabrication d'appareils mécaniques & électr.	3	Douala- Littoral
23 Chimie et énergie	4	Douala- Littoral
26-restaurants et hôtels	4	Yaoundé- Centre Douala- Littoral Bertoua- est
27-transports, entrepôts et communications	6	Yaoundé- Centre Douala- Littoral
28-Banques et Assurances	2	Douala-Littoral
29-Affaires immobilières, services aux entreprises	3	Douala-Littoral
30-Services à la collectivité, services sociaux	1	Yaoundé-Centre
Totaux	70	5

**Tableau 5 : Gouvernance et performance**

Régressions ROE	MCO		Effets Fixes		Effets aléatoires	
	Coefficient (t student)	p. critique	Coefficient(t student)	p. critique	Coefficient (t student)	p. critique
const	13,2164 (1,547)	8,5413	22,4541 (1,091)	0,02764	13,2164 (1,547)	0,1229
REM_DIRCOMP_1	1,24911 (0,1840)	0,08542	5,18107 (0,6355)	0,05257	1,24911 (0,1840)	0,8542
REM_DIRCOMP_3	-2,98391 (-2,5089)	0,0003**	-6,79414 (-2,9941)	0,00212*	-2,98391 (-0,5089)	0,6112
REM_DIRCOMP_4	0,444881 (2,5134)	0,000**	1,72866 (2,2377)	0,0004*	3,05245 (2,5134)	<b>0,01081**</b>
RECR_DM3	0,444881 (2,07497)	0,0403**	0,520716 (2,07518)	0,000*	0,44488 (2,07497)	<b>0,001403**</b>
EXP_DIRECT	-2,13428 (-0,3480)	0,01281	0,234967 (2,02300)	0,000*	-2,13428 (2,3480)	<b>0,002281**</b>
DECL_INV 4	2,03258 (0,3563)	0,4348	3,81856 (1,2355)	0,1897	-0,4421 (2,15)	<b>0,03653 **</b>
STRATE_3	2,50894 (0,3374)	0,4661	3,38639 (1,006)	0,178	1,23555 (2,8116)	<b>0,04177**</b>
E_1_fois_mois	-2,01589 (0,4744)	0,6978	5,23555 (0,9069)	0,0001	1,16434 (2,2811)	<b>0,00778***</b>
SYN_COMPL	-5,36629 (2,106)	0,0176**	-10,4278 (-2,582)	0,011**	-5,36629 (2,106)	<b>0,02697**</b>
SF1	-0,0415671 (-0,5668)	0,02163	0,0682338 (-0,4846)	0,5453	-0,0415671 (-0,5668)	0,5713
Effectif	0,0003352 (0,2325)	0,2697	-0,00084 (-0,4846)	0,6264	0,000335278 (0,2325)	0,8163

<b>Nationalite_CI</b>	-11,9826 (-2,387)	0,05713	-27,852 (-1,298 )	0,1954	-11,9826 (2,387)	<b>0,0176 ***</b>
<b>R2 non-ajusté</b>	0,3278		0,36983		0,58	
<b>R2 ajusté</b>	0,22223		0,3074		0,37	
<b>Statistique de Fisher</b>	-1,07308	0,383	0,930239	0,613		
<b>Critère d'information d'Akaike (AIC)</b>	2910,27		2953,2	2910,27	2910,14	
<b>Critère bayésien de Schwarz (BIC)</b>	2947,14		3152,29		2935,95	
<b>Critère d'Hannan-Quinn (HQC)</b>	2925,04		3032,92		2920,48	
<b>Durbin-Watson</b>	-2,38865		-2,38865			
<b>Test de Breusch-Pagan (Chi-deux)</b>					-0,195225	0,036586
<b>Test de Hausman (Chi-deux)</b>					-0,042445	0,511186

**Tableau 6 : Résultats pour les sous échantillon en fonction de la taille**

Régressions	Effets aléatoires (sous échantillon de 30 PME)		Effets aléatoires (sous échantillon de 30 grandes entreprises)	
	Coefficient (t student)	p. critique	Coefficient (t student)	p. critique
<b>ROE</b>				
<b>const</b>	5,217 (1,221)	0,185	7,215 (1,547)	0,1229
<b>REM_DIRCOMP_4</b>	0,521(2,321)	<b>0,00051***</b>	0,3214(0,5134)	0,16
<b>EXP_DIREXT</b>	-0,124(0,0124)	0,11020	0,947(2,948)	<b>0,01020**</b>
<b>TAL_CA</b>	1,19 (1,99)	<b>0,08*</b>	0,017 (1,25)	0,11
<b>SF1</b>	2,21 (0,214)	0,158	3,251 (-0,321)	0,158
<b>Effectif</b>	0,63 (0,4225)	0,178	0,113 (2,4225)	<b>0,0482**</b>
<b>Nationalite_CI</b>	0,21 (1,991)	<b>0,0 100**</b>	-0,017 (0,02)	0,147
<b>R2 ajusté</b>	0,37		0,37	
<b>Test de Hausman (Chi-deux)</b>		0,08		0,06

<b>Tableau7 : Regroupement des entretiens des CI et dirigeants</b>		
<b>Catégories</b>	<b>Fréquence</b>	<b>Observations</b>
<b>Thèmes</b>		
<b>1. Gestion globale</b>		Point le plus important et très déterminant pour la suite
1.1 Sous-thème : structuration formelle de l'entreprise /organisation interne/stratégie	39	
1.2. Sous-thème : déconcentration du pouvoir/prise de décision	98	Cette contribution est plus accrue dans le cadre des entreprises familiales et les entreprises où l'Etat investit
<b>2. Restructuration des ressources humaines</b>		
2.1 Sous-thème : familiales	22	Ceci concerne essentiellement les PME familiales
2.2 Sous-thème : « réseautage » (réseau personnel)	13	Ce point a été abordé par l'Etat investisseur et des dirigeants d'entreprises parapubliques ainsi que ceux des groupes contrôlés
2.3 Sous-thème : formation des employés	21	
<b>3. Commercial</b>		
3.1 Sous-thème : développement de nouveaux produits	31	
3.2 Sous-thème : augmentation des points de vente/campagne publicitaire	18	
<b>4. Comptable et financier</b>	30	
4.1 Sous-thème : production des informations selon la réglementation	22	Contribution élevée dans les entreprises à petite capitalisation
4.2 Sous –thème : mise en place de la comptabilité et du <i>reporting</i>	11	Contribution élevée dans les entreprises à petite capitalisation
4.2 sous-thème : diminution du BFR	14	
<b>4.3 sous-thème : soutien financier des autorités</b>	6	
<b>5. Missions</b>	~ 29 ~	Mis en œuvre en majorité par les CI indépendants qui ont des obligations de résultats