

L'impact de la qualité de gouvernance d'entreprise sur le coût de la dette : Une analyse des sociétés cotées à la BRVM

The impact of corporate Governance Quality on the Cost of Debt: An Analysis of Listed Companies on the BRVM

N'GNAMIEN Williams Narcisse

Docteur en Sciences de Gestion

Université Félix Houphouët-Boigny d'Abidjan

Laboratoire des Sciences des Organisations (LARSO)

Côte d'Ivoire

Date de soumission : 19/06/2026

Date d'acceptation : 21/07/2026

Pour citer cet article :

N'GNAMIEN. W. N. (2026) « L'impact de la qualité de gouvernance d'entreprise sur le coût de la dette : Une analyse des sociétés cotées à la BRVM », Revue Internationale des Sciences de Gestion « Volume 9 : Numéro 3 » pp : 459 - 485

Résumé

Cet article analyse l'impact de la qualité de gouvernance d'entreprise sur le coût de la dette des sociétés non financières cotées à la BRVM (zone UEMOA). En articulant la théorie de l'agence, du signal et celle de la dépendance envers les ressources, la recherche examine comment les mécanismes de contrôle interne et externe influencent la prime de risque exigée par les prêteurs. L'analyse empirique est menée sur un panel de 25 entreprises de 2014 à 2023, totalisant 225 observations années-entreprises. Estimé par la méthode des Moindres Carrés Généralisés réalisables (FGLS), le modèle, le modèle corrige les biais d'hétéroscédasticité et d'autocorrélation des erreurs. Les résultats démontrent que l'indépendance du conseil d'administration, la qualité de l'audit interne, l'efficacité de l'audit externe ainsi que la diversité de genre exercent un impact négatif hautement significatif sur le coût de la dette. En atténuant l'asymétrie d'information, en renforçant la vigilance prudentielle et en consolidant la légitimité de la firme, ces mécanismes réduisent le risque de crédit perçu. Ils incitent ainsi les créanciers à baisser le coût du financement, transformant la gouvernance en un véritable levier de performance financière en Afrique de l'Ouest.

Mots clés : Gouvernance d'entreprise, Coût de la dette, BRVM, Zone UEMOA

Abstract

The article analyzes the impact of corporate governance quality on the cost of debt for non-financial companies listed on the BRVM (WAEMU zone). By combining agency theory, signaling theory and resource dependence theory, this research examines how internal and external control mechanisms influence the risk premium demanded by lenders. The empirical analysis is conducted using a panel of 25 companies from 2014 to 2023, totaling 225 firm-year observations. Estimated via the Feasible Generalized Least Squares (FGLS) method, the model controls for heteroscedasticity and autocorrelation of errors. The results demonstrate that board independence, internal audit quality, external audit effectiveness and gender diversity exert a negative and highly significant impact on the cost of debt. By mitigating information asymmetry, reinforcing prudential oversight and consolidating corporate legitimacy, these mechanisms reduce the perceived credit risk. Consequently, they induce creditors to lower financing costs, transforming corporate governance into a genuine lever for financial performance in West Africa.

Keywords : Corporate governance, Cost of debt, BRVM, WAEMU

1. Introduction

Depuis plusieurs décennies, la gouvernance d'entreprise occupe une place centrale dans les recherches en finance et management stratégique. L'intérêt croissant accordé à cette thématique trouve son origine dans les travaux pionniers de Berle et Means (1932), qui ont mis en évidence les conséquences de la séparation entre la propriété et le contrôle des entreprises modernes. Cette dissociation engendre des conflits d'intérêt susceptibles de compromettre la création de valeur et d'affecter les relations entre les différentes parties prenantes (Fama et Jensen, 1983). Afin de limiter ces divergences, les entreprises mettent en œuvre divers mécanismes de gouvernance visant à assurer l'alignement des intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires et des créanciers.

Selon Shleifer et Vishny (1997), la gouvernance d'entreprise désigne l'ensemble des mécanismes permettant aux apporteurs de capitaux de s'assurer qu'ils obtiendront un retour sur leurs investissements. Cette définition souligne le rôle fondamental de la gouvernance dans la réduction des risques d'expropriation des investisseurs et dans l'amélioration de la confiance des marchés financiers. Dans un environnement économique caractérisé par une concurrence accrue et une complexité croissante des opérations financières, la qualité de la gouvernance apparaît désormais comme un facteur déterminant de la performance et de la pérennité des organisations (Pittman et al., 2004 ; Piot et al., 2007 ; Pham et al., 2021).

L'importance de la gouvernance d'entreprise s'est particulièrement renforcée à la suite de plusieurs scandales financiers majeurs ayant affecté des entreprises de renommée internationale telle Enron, WorldCom et Parmalat. Ces événements ont révélé les limites des mécanismes de contrôle existants et ont mis en évidence les coûts économiques considérables associés aux défaillances de gouvernance (Mahadeo et al., 2012 ; Ntim et al., 2015). En conséquence, les régulateurs, les investisseurs et les créanciers ont accordé une attention accrue à la qualité des structures de gouvernance comme moyen de renforcer la transparence, la responsabilité et la crédibilité des entreprises (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2009).

Parmi les différentes conséquences économiques de la gouvernance, son influence sur le coût de la dette suscite un intérêt croissant dans la littérature financière. Le coût de la dette représente le taux de rémunération exigé par les créanciers en contrepartie des fonds prêtés à l'entreprise. Il constitue un indicateur essentiel de la perception du risque de crédit par les prêteurs. Selon Modigliani et Miller (1958), le coût de financement externe joue un rôle déterminant dans les décisions financières et dans leur valeur globale. Plus les créanciers perçoivent un risque élevé de défaut ou d'opportunité managérial, plus ils exigent une prime de risque importante, entraînant ainsi une augmentation du coût de la dette. La relation entre gouvernance d'entreprise et coût de la dette s'explique principalement à travers la théorie de l'agence développée par Jensen et Meckling (1976). Selon cette approche, les conflits d'intérêts entre dirigeants, actionnaires et créanciers génèrent des coûts d'agence susceptibles d'accroître les risques supportés par les bailleurs de fonds. Les mécanismes de gouvernance permettent

alors de réduire ces coûts en renforçant le contrôle exercé sur les dirigeants et en améliorant la qualité de l'information financière (Terjesen et al., 2016). Une gouvernance solide réduit ainsi l'incertitude et favorise des conditions de financement plus avantageuses.

La théorie du signal proposée par Michael Spence (1973) apporte également un éclairage pertinent à cette relation. Selon cette théorie, les entreprises adoptent volontairement des mécanismes de gouvernance performants afin de transmettre aux investisseurs et aux créanciers des signaux positifs concernant leur qualité et leur fiabilité. Une gouvernance efficace constitue dès lors un indicateur crédible de la capacité de l'entreprise à respecter ses engagements financiers, contribuant ainsi à réduire le coût du capital emprunté.

Par ailleurs, plusieurs études ont discuté de la relation entre la qualité de gouvernance et le coût de la dette (Bhojraj et al., 2003 ; Anderson et al. 2004 ; Gupta et al., 2018 ; Bachar et al., 2019 ; Zhu., 2014 ; Li et al. 2024 ; Chen et al., 2025 ; AlHares., 2020). Parmi ces travaux, certains confirment l'existence d'un lien significatif entre la qualité de gouvernance et le coût de la dette (Anderson et al., 2004 ; Gupta et al., 2014). Par exemple, Bhojraj et al., (2003) montrent que les entreprises bénéficiant d'une meilleure qualité de gouvernance obtiennent des notations de crédit favorables et supportent des coûts d'endettement plus faibles. De même, Anderson et al., (2004) concluent que l'efficacité du conseil d'administration contribue significativement à la réduction du coût de la dette. De plus, Klock et al., (2005) montrent que les mécanismes de gouvernance solides diminuent le risque perçu par les créanciers et améliorent les conditions de financement. De même, Collins et al., (2006) mettent également en évidence une relation négative entre la qualité de gouvernance et le coût du financement externe.

Les recherches plus récentes confirment ces résultats (Boubaker et al., 2018 ; Elamer et al., 2020 ; Chen et al., 2025 ; Li et al. 2024). Par exemple, Boubaker et al., (2018) soulignent que les entreprises caractérisées par une gouvernance efficace bénéficient d'un accès facile aux marchés financiers et de conditions d'emprunt plus favorables. De même, Elamer et al., (2020) montrent que la qualité de gouvernance améliore la confiance des créanciers et réduit les coûts associés aux asymétries d'information.

Contrairement à ces résultats, d'autres études montrent que la gouvernance d'entreprise n'a aucun lien significatif avec le coût de la dette (Bachar et al. 2019 ; Bradley et al., 2011 ; Boubakri et al., 2010). Dans ce sens, Bradley et al., (2011) observent que l'impact de la gouvernance sur le coût de la dette demeure non significatif après une prise en compte des variables de contrôle en occurrence la solvabilité et la rentabilité qui selon ces auteurs, sont privilégiées par les créanciers.

Toutefois, la majorité des travaux empiriques ont été réalisés dans les économies développées, notamment aux Etats-Unis et en Europe. Les conclusions issues de ces contextes institutionnels ne peuvent pas être généralisés automatiquement aux marchés émergents, dont les caractéristiques économiques, juridiques et financières diffèrent sensiblement. Selon Laporta et Vishny (1998), la qualité

de la protection des investisseurs et l'efficacité des institutions influencent fortement les mécanismes de gouvernance et leurs effets économiques.

Dans les pays africains, les marchés financiers demeurent relativement peu étudiés malgré leur importance croissante dans le financement des entreprises. La région de l'Union économique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA) dispose d'un marché financier commun organisé autour de la bourse régionale des valeurs mobilières (BRVM), créé en 1998. Cette bourse constitue l'un des principaux marchés financiers d'Afrique subsaharienne et regroupe des entreprises opérant dans divers secteurs d'activité. Dans un contexte marqué par des besoins importants de financement, la maîtrise du coût de la dette représente un enjeu stratégique majeur pour les sociétés cotées.

Malgré les réformes engagées pour renforcer les pratiques de gouvernance dans la région, les preuves empiriques relatives à l'influence de la gouvernance sur le coût de la dette au sein des entreprises cotées à la BRVM demeurent limitées. Cette insuffisance de connaissances empiriques soulève plusieurs interrogations quant au rôle réel joué par les mécanismes de gouvernance dans l'amélioration des conditions de financement des entreprises africaines. Partant de ce qui précède, la question de recherche de cette étude se formule comme suit : Dans quelle mesure la qualité de gouvernance influence-t-elle le coût de la dette des sociétés cotées à la BRVM ?

Ainsi, cette étude a pour objectif d'analyser l'impact de la qualité de gouvernance sur le coût de la dette des sociétés cotées à la BRVM. Plus précisément, il s'agit d'examiner l'effet des différents mécanismes de gouvernance sur les conditions de financements accordées par les créanciers.

Cette étude, particulièrement appliquée au contexte de la BRVM et de la zone UEMOA, s'apprécie à travers trois dimensions fondamentales qui s'articulent autour d'enjeux académiques, managériaux et macroéconomiques. Sur le plan académique, ce sujet permet de combler un fossé majeur dans la recherche financière en déplaçant le cadre d'analyse traditionnel des marchés occidentaux vers les économies en développement. La quasi-totalité de la littérature liant la gouvernance d'entreprise au coût de la dette a été réalisée dans les économies développées où les systèmes de gouvernance, les institutions financières et les cadres réglementaires diffèrent sensiblement de ceux des économies émergentes. De plus ces économies sont construites dans des environnements caractérisés par une forte protection des investisseurs, une notation financière systématique et des marchés obligataires hyper-liquides.

En analysant la zone UEMOA, cette recherche teste la résilience des théories de l'agence, la théorie du signal et de la dépendance envers les ressources au sein d'un écosystème institutionnel unique, marquée par une forte concentration du capital, l'absence de notation publique généralisée et une dépendance historique envers un système banco-centré, enrichissant ainsi la littérature comptable et financière africaine par des preuves empiriques contextualisées.

Sur le plan managérial, ce travail présente un intérêt stratégique crucial pour les dirigeants et les actionnaires des entreprises cotées car il brise le mythe selon lequel la mise en place de mécanismes de contrôle rigoureux ne constituerait qu'une contrainte réglementaire lourde et coûteuse. Les conclusions

de cette recherche apporte une justification économique concrète en démontrant qu'une bonne gouvernance s'autofinance directement par une réduction des charges financières. En prouvant qu'un conseil d'administration indépendant, un comité d'audit expert ou la mixité de genre rassurent les créanciers, l'étude offre aux directeurs financiers un effet de négociation direct face aux institutions bancaires pour comprimer la prime de risque, optimiser la structure du capital et transformer les structures de contrôle en un véritable outil de performance financière. Les résultats attendus permettront d'éclairer les dirigeants d'entreprises, les investisseurs et les établissements bancaires, les autorités de régulation et les décideurs publics sur le rôle de la gouvernance dans la réduction du risque de crédit et dans l'amélioration de l'accès au crédit.

Sur le plan macroéconomique et institutionnel, le sujet touche à l'attractivité globale et à l'efficacité du marché financier ouest africain. Le développement économique de la région dépend de la capacité des entreprises à lever des fonds au meilleur coût pour financer leurs investissements à long terme. En démontrant empiriquement le lien de causalité entre la qualité des structures de contrôle et la baisse du taux d'intérêt, cette étude légitime les réformes successives des régulateurs régionaux tout en envoyant un signal de transparence aux bailleurs de fonds internationaux, ce qui est de nature à rassurer les investisseurs étrangers et à stimuler l'intégration des capitaux au sein de l'économie régionale. Le reste de l'article se présente comme suit : la seconde section traite de la revue théorique et du développement des hypothèses ; la troisième section s'intéresse à la méthodologie de l'étude, la quatrième section présente les résultats de l'étude et la cinquième section s'intéresse à la discussion des résultats.

2. FONDEMENTS THEORIQUES ET DEVELOPPEMENT DES HYPOTHESES

2.1. Fondements théoriques

L'analyse de l'impact de la qualité de gouvernance d'entreprise sur le coût de la dette s'articule traditionnellement autour des perspectives théoriques complémentaires qui éclairent les motivations des créanciers, notamment, la théorie de l'agence, la théorie du signal et la théorie de la dépendance envers les ressources. La théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) constitue le paradigme dominant de cette relation. Elle repose sur la séparation entre la propriété du capital et le contrôle de gestion, une configuration qui engendre des conflits d'intérêt et des asymétries d'information ex-post sous forme d'aléa moral. Dans un modèle de financement tripartite impliquant les dirigeants, les actionnaires et les créanciers, ce conflit prend la forme d'une incitation au transfert de risque ou substitution d'actifs (Fama et Jensen., 1983). En raison de leur responsabilité limitée, les actionnaires, par l'intermédiaire des dirigeants, peuvent être tentés de substituer des projets d'investissement prudents par des projets hautement risqués après l'obtention des fonds. Si le projet réussit, les actionnaires capturent les gains excédentaires ; s'il échoue, les créanciers supportent les pertes alors que leur rémunération est contractuellement plafonnée.

Anticipant cet opportunisme, les prêteurs exigent ex-ante une prime de risque plus élevée, ce qui augmente le coût de la dette. Pour Fama et Jensen (1983), une gouvernance de qualité permet de dissocier les fonctions de décision et de contrôle. Comme le démontrent empiriquement Anderson et al., (2004), cette surveillance efficace réduit l'asymétrie d'information et les coûts d'agence de la dette, rassurant les créanciers qui consentent alors à baisser le coût de financement de la firme. Les conclusions de l'étude Klock et al., (2005) confirment également que dans le contexte américain, les sociétés caractérisées par des mécanismes de gouvernance robustes bénéficient des primes de risque plus faibles en raison de la capacité de leur gouvernance à réduire les coûts d'agence entre les actionnaires et les créanciers (Elamer et al., 2020 ; Chen et al., 2025 ; Ahmed et al. 2023).

Toutefois, l'efficacité de ces mécanismes ne dépend pas uniquement de leur existence, mais également de la manière dont ils sont perçus par les investisseurs et les établissements prêteurs. C'est dans cette logique que s'inscrit la théorie du signal (Spence., 1973) qui offre également un cadre explicatif puissant pour analyser l'impact de la gouvernance d'entreprise sur le coût de la dette. Ce paradigme repose sur l'existence d'une asymétrie d'information structurelle entre les dirigeants, qui détiennent des informations privées sur la situation réelle de la firme, et les créanciers externes. Pour éviter que les prêteurs ne fixent des taux d'intérêt prohibitifs en situation d'incertitude, les entreprises de bonne qualité doivent émettre des signaux crédibles, difficiles et coûteux à imiter pour les firmes de moindre qualité. Dans ce contexte, les mécanismes de gouvernance d'entreprise ne sont plus seulement des outils de contrôle interne, mais deviennent des vecteurs de communication stratégiques à destination des marchés de crédit (Fama et Jensen., 1983).

L'adoption de pratiques de gouvernance rigoureuse est ainsi théorisée comme un signal de transparence et de réduction du risque de crédit. Par exemple, Collins et al., (2006) soulignent que l'indépendance du conseil d'administration ainsi que la mise en place d'un comité d'audit performant, transmettent aux pourvoyeurs de fonds un signal clair quant à la volonté de l'entreprise de soumettre sa gestion à une vérification stricte. Ce signal est renforcé à l'externe par le recours à des auditeurs de premier rang en occurrence les Big 4 (Bachar et al., 2019 ; Mardianto et al., 2025 ; Huang et al., 2025).

Sur les marchés émergents et en développement, l'effet de signal de la gouvernance s'avère encore plus déterminant pour influencer le coût de la dette. Ghouma et al., (2018) expliquent que dans les environnements où la protection légale des investisseurs est plus faible et où l'information est moins fluide, les mécanismes de gouvernance internes compensent les carences institutionnelles et font office de substitue pour rassurer les créanciers. L'introduction des signaux contemporains, à l'instar de la diversité de genre au sein des conseils, participe également à cette dynamique. En s'appuyant sur le prolongement de la théorie du signal, la littérature montre que la mixité des profils au sommet de l'organisation signale une approche décisionnelle plus prudente et mieux structurée face aux risques financiers. En définitive, les créanciers captent ces différents signaux de gouvernance comme des

indicateurs de faible risque de défaut, ce qui les incite à réduire la prime de risque exigée et à baisser contractuellement le coût de financement de l'organisation (Elamer et al., 2020).

Cependant, la gouvernance ne se limite pas à un mécanisme de contrôle ou de signalisation. Elle constitue également une ressource stratégique permettant à l'entreprise d'accéder à des compétences, connaissances et a des réseaux externes. Ainsi, en complément de cette vision de contrôle et de signal, la théorie de la dépendance envers les ressources (Pfeffer et Salancik., 1978) appréhende le conseil d'administration comme un outil stratégique d'interconnexion avec un environnement incertain. Selon cette approche, les organisations dépendent de ressources externes critiques pour leur survie, le capital financier figurant au premier rang de ces dépendances. Pour minimiser l'incertitude liée à l'accès au crédit, les entreprises cooptent des administrateurs dotés d'un fort capital humain et social (Hilman et al., 2003). L'intégration des spécialistes des affaires, notamment des banquiers et des experts financiers, apporte au conseil d'administration une expertise pointue dans les négociations des contrats et facilite les canaux d'information avec les marchés. De plus un conseil composé de figures respectées, apporte une légitimité institutionnelle cruciale à l'organisation. Cette légitimité et cette expertise agissent comme un signal de stabilité pour les créanciers. En enrichissant les perspectives cognitives de la firme en renforçant sa résilience face aux chocs, un tel conseil réduit le risque opérationnel perçu. Par conséquent, les prêteurs accordent des conditions de financement préférentielles, ce qui se traduit directement par une diminution de la prime de risque et une baisse significative du coût de la dette (Mardianto et al., 2025).

Pour formaliser le modèle de recherche examinant l'impact de la qualité de gouvernance sur le coût de la dette, l'analyse doit traduire les prédictions théoriques en hypothèses empiriques testables. En s'appuyant sur la théorie de l'agence (contrôle de risque d'opportuniste) ; la théorie du signal (réduction de l'incertitude et de l'asymétrie d'information) et la théorie de la dépendance envers les ressources (apport d'expertise et de légitimité), la littérature académique récente permet d'étudier cinq grandes hypothèses fondamentales selon une approche d'écriture fluide et rigoureuse.

2.2. Développement des hypothèses de la recherche

L'indépendance du conseil d'administration constitue le pilier central des mécanismes de gouvernance internes visant à réduire les conflits d'agence. Selon la théorie de l'agence (Jensen et Meckling., 1976), les administrateurs indépendants, n'ayant aucun lien d'intérêt ou relation d'affaires avec le management, sont les mieux positionnés pour assurer une surveillance objective de l'allocation des ressources (Anderson et al., 2004) et de contrecarrer les comportements d'enracinement managérial. Sur le plan de la dépendance envers les ressources, ces administrateurs externes apportent un regard neutre, une réputation sur les marchés et un capital relationnel précieux. L'un des premières études majeures sur cette question est celle de Bhojraj et al., (2003). A partir d'un échantillon d'entreprises américaines, les auteurs examinent l'effet des caractéristiques du conseil d'administration sur les notations obligataires

et le coût de la dette. Les résultats indiquent que les entreprises dotées d'un conseil d'administration plus indépendant bénéficient de meilleures notations de crédit et supportent des coûts d'emprunt plus faibles. Les auteurs concluent que l'indépendance du conseil d'administration constitue un mécanisme efficace de surveillance susceptible de rassurer les créanciers quant à la qualité de la gestion.

Dans le même sens, Anderson et al., (2004) concluent que la présence d'une proportion élevée d'administrateurs indépendants au sein des conseils d'administration des entreprises américaines contribue à la réduction du taux d'intérêt exigés par les prêteurs. Selon ces auteurs, une gouvernance efficace améliore la qualité de l'information financière et réduit les risques d'opportunisme managérial, ce qui favorise des conditions de financement plus avantageuses. Ces résultats sont confirmés par les travaux de Collins et al., (2006), Bradley et al., (2008), Ertugul et al., (2008).

Les recherches récentes continuent de confirmer cette relation (Badrtscher et al., 2018 ; Chen et al., 2017 ; Elamer et al., 2020 ; Ghardallou et al., 2022). Par exemple, tout comme Badrtscher et al., (2018), Boubaker et al., (2018) que les entreprises qui disposant de mécanismes de gouvernance solides bénéficient d'une réduction significative de leur coût de financement externe. De même que Ghardallou et al., (2022) démontrent que qu'une proportion élevée d'administrateurs indépendants rassure fortement les banquiers et les obligataires quant au respect des engagements financiers (Fields et al., 2012). Cette réduction du risque d'asymétrie d'information et les problèmes de substitution d'actifs, ce qui incite les prêteurs à diminuer la prime de risque ex-ante exigée par l'entreprise. En conséquence, l'hypothèse suivante peut être formulée :

H1 : L'indépendance du conseil d'administration exerce un impact négatif et significatif sur le coût de la dette.

Le comité d'audit agit comme un organe spécialisé délégué par le conseil d'administration pour garantir la transparence, la fiabilité et la conformité des états financiers (Elamer et al., 2020). Dans l'optique de la théorie de l'agence, un comité d'audit actif, indépendant et doté d'une expertise financière pointue réduit drastiquement les risques de manipulation des résultats comptables et financiers ou de lissage d'opportunisme des comptes par les dirigeants (Elamer et al., 2020). Pour les créanciers, l'accès à une information financière de haute qualité est crucial afin d'évaluer la solvabilité réelle de l'entreprise (Nguyen et al. 2013 ; Tepalagul et al., 2015). Ces auteurs démontrent que l'efficacité du comité envoie un signal fort de discipline interne, réduisant de fait le risque de crédit perçu par le marché (Bouaziz et al., 2023). Cependant, Kim et al., (2014) observent que les entreprises sud-coréennes ayant renforcé leurs dispositifs de gouvernance supportent parfois un coût de la dette plus élevé. Les auteurs expliquent ce résultat par le fait que les entreprises confrontées à un risque élevé adoptent justement des mécanismes de gouvernance plus sophistiqués, créant ainsi un problème d'endogénéité. Ces divergences montrent que l'impact de la gouvernance sur le coût de la dette est fortement conditionné par le contexte économique et institutionnel, le niveau de développement des marchés financiers, la qualité de la protection des investisseurs et les caractéristiques du système bancaire. Toutefois, malgré ces conclusions

contradictoires, les résultats convergent vers un consensus selon lequel la qualité de gouvernance réduit le coût de la dette. Cela conduit à formuler l'hypothèse suivante :

H2 : La qualité du comité d'audit est négativement et significativement lié au coût de la dette.

L'audit externe, lorsqu'il est confié à un cabinet cde renommé internationale appartenant au réseau des Big 4, constitue un mécanisme de gouvernance externe de premier ordre. En certifiant les comptes, l'auditeur externe joue le rôle de tiers de confiance indépendant réduisant l'aléa moral entre les initiés de la firme et les apporteurs de capitaux. La théorie de l'agence postule que la réputation et le risque légal associés aux Big 4 poussent ces cabinets à déployer des procédures de contrôle approfondies et rigoureuses, limitant ainsi la gestion opportuniste des résultats. Les recherches menées par Wahyuni (2013) montrent que la qualité de l'audit externe mesuré par un Big 4 confirment que le recours à un auditeur de premier est perçu par les institutions financières comme un gage de transparence et de réduction radicale de l'asymétrie d'information et corrobore les conclusions des travaux de certains auteurs tels que Dhaliwal et al., (2008) ; Causholli et al., (2012). Les résultats de Ben-Nasr et al., (2014) montrent également que la qualité de l'audit réduit les asymétries d'information, ce qui conduit une facilité de levée de fonds à moindre coût. Face à cette sécurité accrue quant à la viabilité financière présentée, les créanciers octroient des taux d'intérêt plus avantageux. Contrairement à ces résultats, dans plusieurs pays européens, Piot et Pera (2007) concluent que la qualité de l'audit externe n'affecte pas systématiquement le coût de la dette bancaire, notamment lorsque les banques réalisent leurs propres procédures d'évaluation du risque. Dans le contexte japonais, Yoshikawa et al., (2010) observent que les banques privilégient les relations historiques plutôt que les caractéristiques du conseil d'administration. Dans ce contexte, la gouvernance interne influence peu les conditions d'emprunt. Toutefois, malgré ces résultats contradictoires, la majorité des travaux conclue à un impact négatif de l'audit externe sur le coût de la dette, ce qui permet de poser l'hypothèse suivante :

H3 : La certification des comptes par un cabinet d'audit externe de type Big 4 est négativement associée au coût de la dette.

La diversité de genre au sein du conseil d'administration est de plus en plus analysée à travers la double loupe de l'agence et de la dépendance envers les ressources. Les théories cognitives et comportementales indiquent que les femmes administrateurs tendent à manifester un comportement plus prudent face au risque financier (Zalata et al., 2019 ; Hernandez-Nicolas et al., 2020), à afficher un meilleur taux de présence aux réunions (Adam et Ferreira., 2009) et à poser des questions plus substantielles aux dirigeants (Nadeem et al., (2019), renforçant ainsi la fonction de contrôle ex-post (Zalata et al., 2021). Par ailleurs selon la théorie de la dépendance envers les ressources, la diversité de genre enrichit le capital social (Mahadeo et al. 2012), élargit les perspectives stratégiques (Sultan et al., 2019) et renforce la légitimité sociétale de l'organisation (Hilman et al., 2003). Des études récentes menées par des auteurs tels que Usman et al, (2019) ; Pandey et al, (2019) ; Fernandez et al., (2020) ; Zalata et al., (2019) valident empiriquement que qu'une proportion élevée de femmes au sein des conseils

d'administration augmente la capacité de surveillance, ce qui se traduit par une réduction de l'asymétrie de l'information et par conséquent, ces entreprises bénéficient des taux d'intérêt faibles. Cependant, à partir d'un échantillon d'entreprises Latino-américaines, Arenas-Torres et al., (2023) montrent que la présence des femmes au conseil d'administration est associée à une augmentation du coût de la dette. Les auteurs expliquent que, dans des environnements où les marchés financiers sont moins développés et où la représentation féminine demeure faible, les créanciers n'intègrent pas encore pleinement les bénéfices de la diversité de genre dans leur évaluation du risque. Malgré l'existence des preuves empiriques contradictoires, plusieurs études concluent à une réduction du coût de la dette en présence des femmes dans les organes de gouvernance, ainsi, l'hypothèse est formalisée comme suit :

H4 : La diversité au sein du conseil d'administration réduit de manière significative le coût de la dette.

La taille du conseil d'administration suscite des débats théoriques nuancés quant à son impact sur l'efficacité de la gouvernance. D'un côté la théorie de l'agence suggère qu'un conseil trop large peut souffrir de problème de coordination, de lenteur décisionnelle et de passages clandestins entre les membres, affaiblissant la surveillance du management. D'un autre côté, la théorie de la dépendance envers les ressources stipule qu'un conseil de taille importante maximise le capital humain et social de l'entreprise en multipliant les connexions avec l'environnement et diversifiant les expertises nécessaires pour négocier des structures de financement complexes. La littérature empirique illustrée par les travaux de Anderson et al. (2004) documente que la taille du conseil d'administration influence négativement et statistiquement le coût de la dette. Ce résultat est corroboré par les études récentes en occurrence celles de Pandey et al., (2019) ; Stefany et al., (2020) dont les résultats de leurs travaux respectifs ont montré un effet négatif et significatif de la taille du conseil d'administration sur le coût de la dette. Cependant, Pham et al., (2012) ; Ozsahin et al., (2025) trouvent une relation positive mais non significative. Toutefois, l'avantage de l'expertise et du réseau l'emportent souvent sur les coûts de coordination, offrant une meilleure protection aux créanciers. L'hypothèse est donc formulée comme suit :

H5 : La taille du conseil d'administration exerce une influence négative sur le coût de la dette.

3. METHODOLOGIE DE LA RECHERCHE

L'examen empirique de l'influence de la qualité de gouvernance d'entreprise sur le coût de la dette s'inscrit dans une approche quantitative standardisée, adaptée ici aux spécificités des entreprises cotées sur le marché financier unifié de l'UEMOA (BRVM).

3.1. Structure des données et échantillonnage

La validation des hypothèses repose sur l'utilisation de données de panel. Ce choix méthodologique se justifie par la capacité des données de panel à capter simultanément les dynamiques temporelles et les spécificités individuelles invariantes des entreprises, limitant ainsi le risque de biais de spécification

(Baltagi, 2021). Notre échantillon final est constitué de 25 entreprises non financières cotées à la BRVM avec des données comptables et financières au complet sur la période pluriannuelle allant de 2014 à 2022 soit 225 observations. Conformément aux pratiques de la littérature sur les marchés africains (Ghouma et al. 2018), les institutions financières (banques et compagnies d'assurance) sont exclues de l'analyse. Cette exclusion se justifie par le fait que ces entités sont soumises à des réglementations prudentielles strictes (dispositifs de Bâle II / III révisés dans la zone UEMOA) et possède une structure de capital et des obligations de gouvernance spécifiques qui diffèrent fondamentalement des entreprises commerciales et industrielles. Les données de gouvernance sont collectées manuellement à partir des rapports annuels, tandis que les données financières sont extraites des états financiers audités selon le référentiel comptable révisé SYSCOHADA.

3.2. Spécification du modèle économétrique

Afin de tester les hypothèses formulées, le modèle de régression linéaire multiple sur données de panel se structure de la manière suivante :

$$CD = \alpha_0 + \beta_1 * INDCA + \beta_2 * AUDIN + \beta_3 * AUDEX + \beta_4 * DGEN + \beta_5 * TAILCA + \sum_j Y_j * \text{Contrôle-var}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Où les indices i et t désignent respectivement la firme et l'année d'observation. L'expression α_0 représente l'ordonnée à l'origine, tandis que les coefficients β_1 à β_5 mesurent l'effet des variables de gouvernance. Le vecteur contrôle-var englobe les variables de contrôle microéconomiques associées aux coefficients Y . Le modèle intègre également les effets fixes individuels i et temporels t ainsi que le terme d'erreur idiosyncratique $\varepsilon_{i,t}$.

3.3. Opérationnalisation et justification des variables

Variable dépendante : le coût de la dette (CD)

Suivant les travaux de Bhojraj et al. (2003) ; Ghouma et al. (2018), le coût de la dette est calculé comme suit :

$$CD = \frac{\text{Charges Financières Totales}}{\text{Total Dettes Financières}}$$

La dette financière totale comprend les dettes financières totales à long terme et les crédits de trésorerie à court terme, reflétant ainsi la dépendance des entreprises de la zone envers le système bancaire.

Variables indépendantes (Mécanismes de gouvernance)

L'indépendance du conseil d'administration (INDCA): Elle est mesurée par la proportion d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration. Selon la théorie de l'agence l'absence de lien d'intérêts avec le management garantit une surveillance objective, réduisant le risque de défaut perçu par les banques (Anderson et al., 2004).

Le comité d'audit interne (AUDIN) : Cette variable prend la valeur 1 si le comité est en place et fonctionnel et 0 sinon. Un comité d'audit robuste améliore la crédibilité des états financiers transmis aux créanciers (Collins et al., 2006).

L'audit externe (AUDEX) : Variable binaire prenant la valeur 1 si les comptes sont certifiés par un cabinet du réseau Big 4, et 0 sinon. Dans l'espace UEMOA, la signature d'un cabinet de renommée internationale fait office de label de transparence et réduit l'asymétrie d'information ex-ante (Asante-Darko et al., 2021).

La diversité de genre (DGENR) : Elle est mesurée par le pourcentage de femmes siégeant au conseil d'administration. La diversité de genre apporte de nouvelles perspectives cognitives et est associée à une plus grande prudence face au risque financier (FerNandez et al., 2020); Zalata et al., 2019).

La taille du conseil d'administration (TAILCA) : Opérationnalisée par le logarithme népérien du nombre total d'administrateurs, elle permet de tester si un conseil élargi favorise l'accès aux ressources ou s'il souffre de problèmes de coordination (Anderson et al., 2004).

Justification des variables de contrôle (Contrôle-var)

L'introduction des variables de contrôle financières est indispensable pour isoler l'effet propre de la gouvernance et éviter le biais de variables omises :

La taille de l'entreprise (TAILEN) : Mesurée par le logarithme népérien de l'actif total. Les entreprises de grande taille de la zone BRVM sont souvent des filiales de multinationales ou des leaders sectoriels dotés d'un pouvoir de marché fort. Elles présentent un risque de faillite plus faible et bénéficie d'une asymétrie d'information moindre, ce qui réduit leur coût de financement (Bhojraj et al., 2003).

Le levier financier (LEV) : Calculé par le ratio dettes financières totales sur total actif. Un niveau d'endettement élevé accroît les charges fixes de remboursement et le risque de détresse financière, ce qui pousse les créanciers à exiger une prime de risque élevée (Jensen et Meckling, 1976).

La rentabilité des actifs (ROA) : Mesurée par le ratio résultat net sur actif total. Les entreprises rentables disposent d'une capacité de financement interne élevée et rassure les banques sur leur capacité de remboursement immédiate, réduisant ainsi le coût de la dette (Ghouma et al., 2018).

4. LES RESULTATS DE L'ETUDE

Nous présentons dans une première sous-section les statistiques descriptives liées au coût de la dette, les mécanismes de gouvernance ainsi que les variables de contrôle. Dans une seconde sous-section, nous exposons l'analyse multivariée.

4.1. Résultats des statistiques descriptives

Avant de procéder à l'estimation économétrique de nos modèles, il convient d'analyser les caractéristiques des variables retenues dans notre échantillon. Cette étape permet d'apprécier la distribution des données, d'identifier le degré d'hétérogénéité entre les observations et valider la

cohérence interne des indicateurs. Le tableau 1 synthétise les statistiques descriptives associées aux variables de gouvernance, de structure financière, de profil et la performance portant sur un échantillon total de 225 observations.

Les indicateurs de gouvernance révèlent des configurations structurelles contrastées au sein des firmes de notre échantillon. L'indépendance du conseil d'administration affiche une valeur moyenne de 41%. Ce résultat indique que globalement, les conseils d'administration restent majoritairement contrôlés par des administrateurs internes ou liés. Les mécanismes de surveillance interne et externe sont fortement implantés au sein de l'échantillon. En effet, 67,15% des observations disposent d'une fonction d'audit interne structurés tandis que 68,24% font appel à des cabinets externes de premier rang (Big 4). Cette forte prédominance des dispositifs de contrôle reflète une volonté de conformité institutionnelle et une stratégie de signalisation positive visant à réduire les coûts d'agence et à rassurer les apporteurs de capitaux.

La proportion moyenne de femmes siégeant au sein des conseils d'administration s'établit à 18,07%, témoigne de la persistance de barrières à l'accès des femmes aux fonctions de haute direction. Toutefois, la valeur maximale de 33,5%, montre l'émergence d'une dynamique de féminisation au sein d'un sous-groupe de firmes. La taille du conseil d'administration s'élève en moyenne à 9,52 membres. Ce calibrage, compris dans un intervalle de 4 à 13 administrateurs, s'inscrit dans la trajectoire de la théorie de l'agence, selon laquelle une taille modeste favorise la cohésion, limite les comportements du passager clandestin (free-riding) et optimise l'efficacité du contrôle managérial.

La taille de l'entreprise appréhendée par le logarithme népérien du total des actifs affiche une moyenne de 9,8596%. Sur le plan statistique, l'écart-type s'élève à 16,892 combiné à l'étendue de l'intervalle Minimal égal à 2,105 et Maximal égal à 25,882 indique une très forte hétérogénéité des dimensions d'actifs au sein de l'échantillon, ce qui renforce l'intérêt d'utiliser la transformation logarithmique pour stabiliser la variance. Sur le plan de la contingence structurelle, la taille conditionne généralement la capacité d'endettement, l'accès institutionnel des ressources et le niveau de visibilité politique ou réglementaire de l'organisation.

Le coût de la dette présente une moyenne de 10,74%, légèrement supérieur au taux de base bancaire de la Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) soit 10,5%. Cependant, une dispersion notable est toutefois observée 12,47% comme valeur maximale indiquant que si les grandes capitalisations et les entreprises les plus performantes captent des financements préférentiels endossés au taux de base bancaire, les entités de taille moyenne plus modestes supportent des primes de risques nettement supérieures (Maximum 14,56%).

Face au coût du crédit contraignant, les entreprises font preuves d'une relative prudence vis-à-vis de l'endettement, avec un ratio moyen du levier financier de 21,34%. Le recours au financement par capitaux propres ou par autofinancement semble privilégié pour préserver la flexibilité financière des entreprises. La rentabilité économique (ROA) moyen de l'échantillon s'avère particulièrement robuste,

s'établissent à 24,57%. Cette capacité de création de valeur à partir des actifs se caractérise néanmoins par une hétérogénéité marquée par un écart-type de 22,94%. Ce contraste indique que si certaines entités affichent des performances marginales (Minimale, 0,19% ; Maximale, 38,94%) reflétant d'importantes disparités d'efficacité opérationnelle.

Tableau 1 : Résultats des statistiques descriptives

Variables	Nombre d'observations	Moyenne	Ecart-type	Min	Max
Indépendance du CA	225	0,41	0,3931254	0,214	0,485
Audit interne	225	0,67145	0,1376255	0	1
Audit externe	225	0,68236	0,4045252	0	1
Diversité de genre	225	0,18069	0,2722892	0	0,333
Taille du CA	225	9,52333	2,487989	4	13
Coût de la dette	225	0,10736	0,124723	0,0894	0,1455
Taille de l'entreprise	225	9,85963	16,8926	2,1057	25,882
Levier de la dette	225	0,21341	0,1376255	0	0,461
ROA	225	,245660	0,2294233	0,0018	0,3894

Source : Nos analyses sous STATA 14

4.2. Corrélation bivariée

Les corrélations entre les variables présentent des coefficients inférieurs à 0,8, de plus, le tableau 2 montre que tous les VIF sont inférieurs à 5, ce qui valide l'absence de multicolinéarité (tableau 2), par conséquent, les variables indépendantes sont employées simultanément dans le modèle d'estimation (Gujarati et Porter, 2010).

Tableau 2 : Corrélation bivariée

	VIF	CD	INDCA	AUDIN	AUDEX	DGNER	TAILCA	TAILENT	LEV	ROA
CD		1								
INDCA	1,183	0,541**	1							
AUDIN	1,554	0,425**	0,0102	1						
AUDEX	1,257	0,432**	0,0047	0,016	1					
DGNER	1,104	0,247**	0,0101	0,129	0,173*	1				
TAILCA	1,211	0,002	0,0112	0,015	0,035	0,0012	1			
TAILENT	1,117	0,374**	0,034	0,025	0,064*	0,120*	0,063*	1		
LEV	2,531	0,181*	0,46**	0,105*	0,056*	0,0015	0,054*	0,048*	1	
ROA	2,020	-0,42*	0,068*	0,072*	0,131	0,243*	0,151*	0,251*	0,1	1

Source : Nos analyses sous STATA 14

4.3. Spécification économétrique

❖ Résultats des tests de spécification et choix de l'estimateur

Afin de déterminer la méthode d'estimation la plus robuste pour nos données de panel, une série de test de spécification a été systématiquement administrée. Les résultats de ces étapes préliminaires sont consignés dans le tableau ci-dessous et guident le choix de notre modélisation finale.

Test d'homogénéité global de Fisher

Le test d'homogénéité global de Fisher affiche une statistique $F(17 ; 25)$ égale à 3,62, fortement significative au seuil de 1% ($p = 0,0029$). Ce résultat conduit au rejet de l'hypothèse nulle d'absence d'effets spécifiques et confirme la supériorité d'une structure en données de panel comparativement à une estimation par les moindres carrés ordinaires (MCO) regroupés (pooled OLS).

Test du multiplicateur de Lagrange de Breusch et Pagan

Le test du multiplicateur de Lagrange de Breusch et Pagan corrobore cette conclusion ($\chi^2 = 24,36 ; p = 0,0000$), rejetant l'hypothèse d'une variance nulle des composants de l'erreur spécifique à l'individu. L'existence d'une hétérogénéité individuelle non observée est ainsi formellement établie.

Test de Hausman

Pour arbitrer entre la modélisation à effets fixes et celle à effets aléatoires, le test de spécification de Hausman a été appliqué. La statistique du test s'élève à 8,65 pour p-value associée de $0,7215 > 5\%$, par conséquent, l'estimateur des Moindres Carrés Généralisés (MCG) associés au modèle à effets aléatoires est retenu car il s'avère non seulement convergent, mais également plus efficient que le modèle à effets fixes.

❖ Diagnostics post-estimation et validité statistique

Test d'endogénéité

Le test d'endogénéité via le test de Durbin-Wu-Hausman affiche une valeur de 18,41 avec une probabilité associée non significative ($p = 0,332$), rejetant l'hypothèse nulle d'exogénéité, par conséquent le recours à une estimation par variable instrumentale (double moindres carrés) ne s'avère donc pas nécessaire, confirmant la validité des variables explicatives sélectionnées. Cependant, le test d'autocorrélation des perturbations affiche une statistique hautement significative de 2476,54 ($p = 0,000$), rejetant l'hypothèse nulle et indique la présence d'une corrélation sérielle des résidus au cours du temps. Ainsi, pour pallier cette violation des hypothèses classiques et garantir la validité de nos conclusions économiques, les estimations finales du modèle à effets aléatoires ont été corrigées à l'aide de l'estimation des Moindres Carrés Généralisés Faisables (FGLS).

Cette correction permet d'obtenir des inférences robustes et rigoureuses, préservées des biais induits par la dynamique temporelle des résidus. Le choix du FGLS est également justifié par les caractéristiques de l'échantillon retenu. Les entreprises cotées à la BRVM présentent des tailles, des secteurs d'activité et des structures financières hétérogènes, ce qui accroît la probabilité d'une variance non constante des

erreurs (Wooldridge 2002). En outre, les performances financières et les conditions de financement sont susceptibles d'être influencées par des chocs macroéconomiques communs affectant simultanément l'ensemble des entreprises de la région. Cela peut générer une dépendance transversale entre les observations. L'utilisation de FGLS permet de mieux prendre en compte ces spécificités des données. Le tableau 3 ci-dessous donne le résumé des différents tests de spécification et de diagnostic global.

Tableau 3 : Résultats des tests de spécification et diagnostic global

Nature du test	Test statistique employé	Statistique du test	p-value	Décision statistique / Conclusion
Spécification globale	F de Fischer F(17,205)	13,36	0,0029***	Rejet de l'homogénéité (MCO exclu au profit du panel)
Breusch-Pagan	Multiplieur de Lagrange (Breusch-Pagan)	24,36	0,0000***	Présence d'effets individuels spécifiques
Test de Hausman	Test de spécification de Hausman	8,65	0,7215	Non rejet de H0 : Modèle à effets aléatoires retenu
Test d'endogénéité	Test de Durbin-Wu-Hausman	18,41	0,3320	Non rejet de H0 : Exogénéité des régresseurs validés
Test de Wooldridge 2002	Test d'autocorrélation des résidus	2476,54	0,000***	Rejet de H0 : Présence d'autocorrélation

Source : Nos analyses sous STATA 14

4.4. Présentation des résultats économétriques

L'analyse des résultats de la régression FGLS met en évidence la validité globale du modèle ainsi que l'influence déterminante des mécanismes de gouvernance sur les conditions de financement de l'entreprise (tableau 4). La statistique de Wald affiche une valeur de 796,69 associée à une probabilité nulle, ce qui atteste du caractère hautement significatif du modèle au seuil de 1% et confirme que les variables retenues expliquent de manière robuste les variations du coût de la dette.

Les variables relatives à la gouvernance d'entreprise exercent globalement un effet modérateur sur le coût du capital emprunté, corroborant ainsi les prédictions de la théorie de l'agence.

L'indépendance du conseil d'administration présente un coefficient négatif et significatif ($\beta = -0,0724$; $p = 0,033$) au seuil de 5%, ce qui indique que la présence d'administrateurs externes indépendants renforce le contrôle managérial et rassure les créanciers quant à la protection de leurs droits. Cette dynamique de la réduction des risques est d'autant plus marquée pour les mécanismes de contrôle financier, l'audit interne ($\beta = -0,7054$; $p = 0,000$) et l'audit externe ($\beta = -0,8587$; $p = 0,000$) assuré par un cabinet du Big 4 affichant les impacts négatifs les plus puissants et une significativité au seuil de 1%. Ces deux variables démontrent que la transparence de l'information comptable et la rigueur des processus d'audit constituent les leviers majeurs pour atténuer l'asymétrie d'information et réduire la prime de risque exigée par les investisseurs. Par ailleurs, la diversité de genre au sein du conseil

d'administration influence négativement et significativement ($\beta = -0,0223$; $p = 0,011$) le coût de la dette au seuil de 5%. Cela suggère que la féminisation des instances décisionnelles favorise une gouvernance plus prudente et un suivi plus strict des risques, des qualités particulièrement valorisées par les partenaires financiers. En revanche, la taille du conseil d'administration ne présente aucune influence statistiquement significative ($\beta = 0,0117$; $p = 0,310$), indiquent que le simple volume des membres du conseil n'affecte pas la perception du risque par les tiers.

Concernant les variables de contrôle, les caractéristiques intrinsèques de la firme joue également un rôle prépondérant dans la détermination des conditions de crédit. La taille de l'entreprise affiche un coefficient négatif et significatif ($\beta = -0,3999$; $p = 0,013$) au seuil de 5% validant l'hypothèse selon laquelle les structures de grande envergure bénéficient d'effets de réputation, d'une plus grande diversification de leurs activités et de garanties supérieures, ce qui réduit leurs risques de défaut perçu. De manière analogue, la performance financière, mesurée par le rendement des actifs, exerce un effet négatif et significatif ($\beta = -0,0194$; $p = 0,029$) au seuil de 5%. Ce résultat prouve que la capacité d'une entreprise à générer des profits opérationnels constitue un gage de solvabilité qui incite les prêteurs à consentir des taux d'intérêt plus avantageux. Enfin, le levier de la dette ne montre aucun impact significatif sur la variable dépendante, ce qui laisse supposer que la structure financière globale est ici secondaire par rapport à la qualité de gouvernance et à la performance économique intrinsèque de l'organisation.

Tableau 4 : Résultats des estimations économétriques

	COÛT DE LA DETTE (CD)		
	β	z	P> z
Indépendance du CA	-0,0724	-2,13	0,033**
Audit interne	-0,7054259	-4,88	0,000***
Audit externe (Big 4)	-0,8587	-4,48	0,000***
Diversité de Genre	-0,0223012	-2,24	0,011***
Taille du CA	0,0117875	1,01	0,310
Taille de l'entreprise	-0,399934	-2,21	0,013**
Levier de la dette	-0,0090	-1,12	0,261
ROA	-0,0194	-2,19	0,029**
Constante	0,626972	3,92	0,000***
N	225		
Wald Chi2 (04)	796,69***		
Prob > chi2	0,0000		

Source : Régression FGLS sous STATA 14

*** significatif à 1% ; ** significatif à 5% ; * significatif à 10%

Source : Auteur

5. Discussion des résultats

La discussion des résultats obtenus permet d'inscrire les observations empiriques au cœur des débats théoriques contemporains sur la gouvernance d'entreprise et la finance d'entreprise. L'effet de l'indépendance du conseil d'administration sur le coût de la dette s'aligne pleinement sur les prédictions

de la théorie de l'agence formalisée par Jensen et Meckling (1976), ainsi que sur les travaux fondateurs de Fama et Jensen (1983). Ces auteurs soutiennent que les administrateurs indépendants agissent comme des arbitres impartiaux capables de discipliner les dirigeants et de limiter les comportements opportunistes qui pourraient nuire aux parties prenantes externes. Sur le plan empirique, ce résultat corrobore les conclusions de Bhojraj et al., (2003) ; Anderson et al., (2004) qui démontrent que les créanciers perçoivent l'indépendance du conseil d'administration comme un mécanisme de surveillance robuste, réduisant ainsi la prime de risque exigée lors de l'octroi de financements. Ces résultats sont également corroborés par les travaux récents (Chen et al., 2025 ; Ahmed et al. 2023 ; Ghardallou et al., 2022).

Toutefois, certaines recherches aboutissent à des conclusions plus nuancées en soulignant que l'efficacité des administrateurs indépendants dépendant fortement du contexte institutionnel, du niveau de protection juridiques des investisseurs et de la qualité globale des institutions (Yoshikawa et al., 2010 ; Piot et Piera. 2007 ; Kim et al., 2014). Ainsi, dans certains caractérisés par une faible protection des créanciers, l'indépendance formelle du conseil ne garantit pas nécessairement une amélioration effective de la surveillance. Cette observation rappelle que la qualité réelle de l'indépendance importe davantage que son simple respect réglementaire.

L'impact particulièrement puissant de l'audit interne et de l'audit externe sur la réduction des taux d'intérêt s'explique par les théories de l'asymétrie d'information développée par Arkerlof (1970) et appliquée à la sphère financière par Meyers et Majluf (1984). Lorsque l'asymétrie d'information entre les dirigeants et les prêteurs est élevée, ces derniers augmentent les taux d'intérêt pour se prémunir contre le risque d'aléa moral et de sélection adverse. En affichant une significativité critique, le recours à un cabinet d'audit du Big 4 valide la théorie des signaux de Spence (1973) ainsi que les travaux de Watts et Zimmerman (1986) sur le rôle de certification de l'audit de qualité.

L'argument central, soutenu notamment par Pittman et Fortin (2004) est qu'un auditeur de grande renommée transfère sa propre crédibilité sur les états financiers de la firme, ce qui abaisse le coût du crédit. De même, l'effet protecteur de l'audit interne fait écho aux analyses de Carcello et al., (2005), qui soulignent qu'un système de contrôle interne rigoureux prévient les fraudes et fiabilise le reporting, offrant ainsi une double assurance aux institutions financières. Ce résultat corrobore les conclusions des travaux de plusieurs auteurs notamment Elamer et al., (2020) ; Bouaziz et al., (2023) ; Nguyen et al. (2013) ; Tepalagul et al., (2015) qui concluent que l'efficacité du comité d'audit interne réduit les risques liés aux états financiers et par conséquent, le coût du crédit accordé par les institutions financières diminue.

L'importance particulièrement élevée observée dans cette étude suggère que, dans des environnements où l'information financière demeure imparfaite, la crédibilité des mécanismes de certification joue un rôle encore plus déterminant que dans les économies développées. Les créanciers semblent accorder une

valeur importante aux dispositifs, permettant de réduire les risques liés à la qualité de l'information comptable.

La relation négative observée entre la diversité de genre au sein du conseil et le coût de la dette enrichit la littérature sous le prisme de la théorie des dépendances envers les ressources (Pfeffer et Salancik, 1978). Les travaux de Adam et Ferreira (2009) indiquent que les femmes administrateurs affichent un taux de présence supérieur aux réunions et s'impliquent davantage dans les comités de contrôle, ce qui renforce l'efficacité globale du conseil. Plus spécifiquement, Gul et al., (2011) expliquent que les conseils diversifiés favorisent une plus grande transparence informative et améliore la qualité des bénéfices comptables (Hernandez-Nicolas et al., 2020). Par ailleurs, de nombreuses études en finance comportementale, à l'image de celles menées par Zalata et al., (2019) ; Hernandez-Nicolas et al., (2020) ; Pandey et al., (2019) ; Zalata et al., (2019) soulignent la capacité de surveillance des femmes au conseil, ce qui se traduit une faible asymétrie d'information et par conséquent une diminution du coût du capital. Les résultats peuvent également être interprétés à travers la littérature en finance comportementale, qui attribue généralement aux femmes une plus grande prudence dans des décisions financières et une sensibilité plus élevée aux risques. Cette prudence favorise une surveillance plus rigoureuse des dirigeants, améliore la qualité du contrôle interne et réduit les comportements susceptibles d'accroître le risque de défaut (Zalata et al., 2019). Cependant ; certaines études n'observent aucun effet significatif de la diversité de genre sur le coût de la dette (Carter et al., 2010, considérant que l'efficacité des administratrices dépend davantage de leur niveau d'expertise, de leur influence réelle au sein du conseil d'administration et du contexte culturel dans lequel évolue l'entreprise. Ces divergences montrent que les bénéfices de la diversité de genre ne résultent pas uniquement d'une représentation numérique, mais également de la qualité de la participation aux processus décisionnels (Dobbin et al., 2011).

L'absence d'effet significatif de la taille du conseil d'administration alimente un débat théorique persistant où s'opposent deux visions académiques. D'un côté, Jensen (1993) soutient que les conseils de grande taille souffrent de problèmes de coordination, de lenteur décisionnelle et d'effets passager clandestin, ce qui réduit leur efficacité de contrôle. D'un autre côté, Dalton et al., (1999) défendent l'idée qu'un conseil élargi apporte réseau de relations plus vaste et des compétences diversifiées bénéfiques à la firme. Le résultat non significatif de la présente étude suggère que ces deux forces contradictoires s'annulent dans l'échantillon analysé, ou que la taille absolue importe moins que sa composition qualitative, rejoignant ainsi les conclusions des travaux d'Eisenberg (1998).

Conclusion

Cette recherche met en lumière le rôle déterminant des mécanismes de gouvernance d'entreprise comme leviers de réduction du coût de la dette, confirmant ainsi que la décision structurelle et le système de contrôle d'une organisation influencent directement sa perception du risque par les créanciers. Les

résultats empiriques obtenus par le biais d'une régression FGLS, démontrent avec force que l'indépendance du conseil d'administration, la féminisation des instances de décision, ainsi que la rigueur des audits interne et externe constituent des signaux qualitatifs puissants qui atténuent l'asymétrie d'information et disciplinent le comportement managérial. Ces dispositifs permettent aux entreprises de bénéficier des conditions de crédit nettement plus avantageuses, tandis que les caractéristiques traditionnelles telles que la taille de la firme et sa rentabilité économique confortent leur solvabilité financière globale auprès des partenaires bancaires et obligataires.

L'ensemble de ces résultats offre des orientations stratégiques majeures pour les dirigeants soucieux d'optimiser la structure financière de leur entreprise et de négocier des conditions de crédit avantageuses. L'implication managériale première réside dans la nécessité de concevoir la gouvernance d'entreprise non pas comme une simple contrainte réglementaire ou un exercice de conformité, mais comme un levier stratégique de réduction des coûts de financement. Les gestionnaires financiers et les directions générales doivent activement piloter la composition de leur instance décisionnelle en y intégrant une proportion accrue d'administrateurs indépendants, ce qui constitue un signal fort de transparence envoyé aux marchés de crédit. L'ouverture des conseils d'administration à la diversité de genre doit être encouragée et planifiée par les directions des ressources humaines, car au-delà des enjeux d'équité sociale, cette féminisation se traduit concrètement par une gestion des risques plus prudente et un suivi managérial plus rigoureux, des caractéristiques directement valorisées par les créanciers sous forme de baisses de taux. Les résultats invitent les dirigeants à considérer la gouvernance comme un levier de création de valeur financière. Une gouvernance de qualité améliore la crédibilité de l'entreprise auprès des banques, facilite l'accès aux ressources financières, renforce la capacité de négociation des conditions de crédit et contribue à optimiser la structure du financement. Dans un contexte marqué par un coût élevé du crédit, notamment dans les économies africaines, le renforcement de la gouvernance apparaît comme un outil de compétitivité financière. Par ailleurs, les banques et les établissements de crédit pourraient intégrer davantage les indicateurs de gouvernance dans leurs procédures d'analyse du risque, de différencier les conditions de financement selon la qualité de gouvernance des emprunteurs et d'encourager l'adoption de bonnes pratiques par les entreprises.

Par ailleurs, les résultats soulignent la nécessité de poursuivre le renforcement du cadre institutionnel de la gouvernance des entreprises cotées afin d'améliorer l'efficacité du marché financier régional. A cet égard, les autorités de marché pourraient promouvoir des exigences plus élevées en matière d'indépendance des administrateurs, de fonctionnement des comités spécialisés, de qualité de l'audit et de transparence des informations publiées.

Malgré la robustesse de ces conclusions, ce travail présente certaines limites méthodologiques et théoriques qu'il convient de souligner afin de contextualiser la portée des résultats. Sur le plan empirique, la taille de l'échantillon, restreinte à 225 observations, peut limiter la généralisation des conclusions à l'ensemble des secteurs d'activité ou à des zones géographiques dotées de cadres

institutionnels différents. De plus, l'utilisation de données financières issues d'une période spécifique ne permet pas de capturer pleinement les mutations macroéconomiques soudaines, telles que les variations brutales des taux d'intérêt directeurs ou les crises de liquidité mondiales, qui modifient de facto les exigences des prêteurs indépendamment de la qualité de gouvernance interne. Sur le plan conceptuel, l'analyse s'est concentrée sur des indicateurs de gouvernance purement quantitatifs et structurels, omettant ainsi les variables plus tangibles mais tout aussi cruciales comme la dynamique réelle des interactions au sein du conseil, la culture du risque de l'entreprise ou la nature des relations personnelle entre les dirigeants et les institutions financières.

Ces limites ouvrent des perspectives de recherche stimulantes pour les travaux futurs désireux d'approfondir la compréhension des déterminants du coût du capital. Il serait particulièrement enrichissant d'élargir le cadre d'analyse en intégrant des données longitudinales sur plusieurs pays afin de tester l'impact modérateur de l'environnement légal et de la protection des créanciers sur l'efficacité des mécanismes de gouvernance. Les chercheurs pourraient également adopter une approche mixte, combinant la rigueur des données comptables à des études qualitatives par entretiens, pour explorer l'influence de la gouvernance comportementale et l'éthique des affaires sur la confiance des prêteurs.

ANNEXES :
Tableau 5 : Liste des entreprises de l'échantillon par secteur d'activité

SECTEUR D'ACTIVITE	ENTREPRISES	SECTEUR D'ACTIVITE	ENTREPRISES
INDUSTRIE	AIR-LIQUIDE CROWN FILTISAC Nestlé-CI PALMCI SAPH SETAO SICABLE SICOR SOLIBRA SITAB SOGB UNIWAX	DISTRIBUTION ET SERVICES	BERNABE BOLLORE AFRICA LOGISTIC CFAO-MOTORS CIE NEI-CEDA SERVAIR SMB SODECI SONATEL-SN Total-CI Total-SN TRACTAFRIC MOTORS

Source: Auteur

Tableau 6: Répartition des entreprises de notre échantillon selon le secteur d'activité

Secteurs d'activités	Variables	Nombre d'entreprises	Pourcentage d'entreprises
Industrie	INDUS	13	52%
Services publics	SPUB	3	12,00%
Transport	TRANS	1	4,0%
Agriculture	AGRI	3	12,00%
Distribution	DISTRI	3	12,00%
Autres Services	AUSER	2	08,0%
TOTAL		25	100%

Source: Site officiel de la BRVM

BIBLIOGRAPHIE

- Adams R. B., et Ferreira D.,.** (2009), « Women in the boardroom and their impact on governance and performance. »» *Journal of Financial Economics* , 94-: 291 – 309.
- Aguilera, R. V., & Cuervo-Cazurra, A.** ((2009) «Codes of Good Governance. Corporate Governance:» *An International Review*, 17(3)): 376-387.
- AlHares, A..** (2020), «Corporate governance and cost of capital in OECD countries.» *Int. J. Account. InfManag.* 28: 1–21.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M.** «(2004).» *Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and the Cost of Debt.* 37(3), (Journal of Accounting and Economics,): 315-342.
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., & LaFond, R.** (2006) «The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Ratings.» *Journal of Accounting and Economics*, 42(1-2): 203-243.
- Arenas-Torres, F., Bustamante-Ubilla et Campos-Troncoso, R.** (2021) «The Influence of Board diversity on the adoptionof corporate governance practices.» *informacion Tecnologica*, 32(5): 181-190.
- Bacha, S.** (2019), «Corporate Governance Practices and Audit Quality: Do They Matter for the Cost of Debt?.» *Theoretical Economics Letters*, 9: 2262-2282.
- Badertscher, Brad A. and Katz, Sharon P. and Rego, Sonja O. and Wilson, Ryan J.,** (2018), «Conforming Tax Avoidance and Capital Market Pressure.» *The AccountingReview, Forthcoming, Available at SSRN* (December 17,
- Baltagi, B. H.** (2021), «Econometric Analysis of Panel Data (6th ed.). Springer Nature.».
- Ben-Amar, W. , Francoeur, C., Hafsi, T. ,et Labelle R.,.** (2013)) , « What makes better boards?A closer look at diversity and ownership».» *Br. J. Manag.* 24 (1),: 85–101.
- Berle, A., & Means, G.** (1932). « The Modern Corporation and Private Property. Macmillan.»
- Bhojraj, S., & Sengupta, P.** (2033),«Effect of Corporate Governance on Bond Ratings andYields.» *Journal of Business*, 76(3): 455-475.
- Bonsu, Disraeli Asante-Darko Bright Adu, et al.** (2018), «Governance structures, cash holdings and firm value on the Ghana Stock Exchange Available to Purchase Corporate Governance.» 18 (4): 671–685.
- Boubakri, N., & Ghouma, H.** (2010). «Control/Ownership Structure, Creditor Rights Protection, and the Cost of Debt Financing.» *Journal of Banking and Finance*, 34(10),: 2481-2499.

- Bradley, M., & Chen, D.** (2011), «Corporate Governance and the Cost of Debt: Evidence from Director Limited Liability and Indemnification Provisions.» *Journal of Corporate Finance*, 17(1),: 83-107.
- Bradley, M., Chen, D., Dallas, G., & Snyderwine, E.** (2008)« The Effects of Corporate Governance Attributes on Credit Ratings and Bond Yields.».
- Chen, K. C. W., Chen, Z., & Wei, K. C. J.** (2016), «Legal Protection of Investors, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital. » *Journal of Corporate Finance*, 15(3): 273-289.
- Chen, K.C.W., K.C. Wei et Z. Chen.** (2025), « Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia's Emerging Markets.».
- Chen, T., Harford, J., & Lin, C.** (2021), « Do analysts matter for corporate governance?».
- Chen, Y.W., Knechel, R., Marisetty, V.B., Truong, C. and Veeraraghavan, M.** (2017) «Board Independence and Internal Control Weakness: Evidence from SOX 404 Disclosures. Auditing:» *A Journal of Practice & Theory*, 36: 45-62. .
- Dhaliwal, D. S., Khurana, I. K., & Pereira, R.** (2011), «Firm disclosure policy and the choice between private and public debt.» *Contemporary Accounting Research*, 28(1): 293–330.
- Elamer, A. A., Ntim, C. G., & Abdou, H. A.** (2020) «Corporate Governance and Debt Financing Decisions. » *International Journal of Finance and Economics*.
- Ertugrul, M., & Hegde, S.** (2008), «Board compensation practices and agency costs of debt.» *Journal of Corporate Finance*, 14(5): 389-416.
- Fama, E.F., et M.C. Jensen.,** (1983), « Separation of Ownership and Control»,.,» *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2: pp. 319-37.
- Fernandez I. et Martinez-Jimenez R., Hernandez-Ortiz M.,** (2020), « Gender diversity influence on board effectiveness and business performance.» *corporate governance Journal* VOL. 20 NO.2: pp. 307-323, .
- Fields, L. P., Fraser, D. R., & Subrahmanyam, A.** (2012) «Board Quality and the Cost of Debt Capital: The Case of Bank Loans.».
- Ghouma, H., H. Ben-nasr et R. Yan.** (2018), «Corporate governance and cost of debt financingEmpirical evidence from Canada.» *Q. Rev. Econ. Financ.* 67: 138–148.
- Gupta, K., Krishnamurti, C., & Tourani-Rad, A.** (2018), «Financial development, corporate governance and cost of equity capital.» *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 14(1): 65-82. .
- Hillman A. J., et Dalziel T.,**((2003),« Boards of directors and firm performance: integrating agency and resource dependence perspectives. »» *Acad. Manag. Rev.* 28 (3): 383–396.

- Huang, J.-C., H.-C. Lin et D. Huang.** (2025), «The Effect of Corporate Governance on the Firm's Cost of Capital: Evidence from the Taiwan Corporate Governance Evaluation System.Sustainability.» 17, 9991
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H.** (1976).), «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.» *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.
- Klock, M. S., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F.** (2005) , «Does Corporate Governance Matter to Bondholders?» *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(4),: 693-719.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R.** (1998) «Investor Protection and Corporate Governance.» *Journal of Financial Economics*, 58(1-2)
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R.** (2000): 3-27. «Law and Finance.» *Journal of Political Economy*, 106(6): 1113-1155.
- Li, X., Zhang, Y., & Chen, L.** (2024), « Strategic deviation and the cost of debt financing.»
- Mahadeo J.-D., Soobaroyen T., Hanuman V.,.** (2012), «Board Composition and Financial Performance»: Uncovering the Effects of Diversity in an Emerging Economy,,.» *Journal of Business Ethics*, Vol. 105, No. 3: p. 375-388.
- Mishra et Walid Saffar.** (2012), *Political connections and the cost of equity capital.*
- Modigliani, F., & Miller, M. H.** (1958) «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment.» *American Economic Review*, 48(3): 261-297.
- Nadeem M., Suleman T., et Ahmed A.,.** (2019) «Women on boards, firm risk and the profitability nexus: Does gender diversity moderate the risk and return relationship? ».» *International Review of Economics & Finance*, 64 (1): pp. 427-442.
- Nguyen H.** (2020): «Board gender diversity and cost of equity».» *Applied Economics Letters*, 27: (18), pp. 1522-1526.
- Ntim C. G.** (2015), «Board diversity and organizational valuation: Unravelling the effects of ethnicity and gender».» *Journal of Management and Governance*, 19(1): 167–195.
- Ntim, C. G.** (2016), « Corporate Governance, Corporate Health Accounting and Firm Value in Africa.».
- Özşahin Koç & Deran.** (2025). «The impact of board structure on cost of debt: a research on bist manufacturing sector companies".»
- Pandey R., Biswas, P.K., Ali M.J., Et Mansi M.,.** (2019) « Female directors on the board and cost of debt: evidence from Australia.» » *Accounting & Finance.*
- Pfeffer, J., et Salancik , G.,.** (1978) «The external control of organizations: A resource dependence perspective» » *New York : Harper and Row..*

- Pham, P. K., Suchard, J., & Zein, J. (2007).** «Corporate governance and the cost of debt.»
- Piot, C., & Piera, F. S. (2008),**« Corporate Governance, Audit Quality and the Cost of Debt Financing.»
- Pittman, J. A., & Fortin, S. (2004)** «Auditor Choice and the Cost of Debt Capital for Newly Public Firms.» *Journal of Accounting and Economics*, 37(1): 113-136.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997)** «A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*,» 52(2): 737-783.
- Spence, M. (1973),** « Job Market Signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.»
- Stefany Stefany et Joni Joni. (2020).** «Board characteristics and cost of debt: Evidence from Indonesia" structure and firm performance: The moderating role of agency cost. Risks,» (published in the *Jurnal Manajemen Maranatha in May 2020*) , 11(6)
- Sultan M., Tanveer A.,. (2019)** « Board gender diversity, competitive pressure and investment efficiency in Chinese private firms.»».
- Tepalagul, N. and Lin, L. (2015)** «Auditor Independence and Audit Quality: A Literature Review.» *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 30,: 101-121.
- Terjesen S., Couto E. B., et Francisco P. M.,. (2016)** «Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity »» *Journal of Management and Governance*, 20(3): 447–483.
- Toru Yoshikawa, T., et Abdul A. Rasheed,A. A. (2010)** «Family control and ownership monitoring. in family-controlled firmsin Japan» *Journal of management studies*, 47(2): 274-295.
- Tua, Mardianto Hasudungan Marpaung & Jonris Hotman. (2025)** « corporate governance and financial policy in determining the cost of debt .» *Vol. 8 No.2 J.*
- Usman M., et Khan M.,. (2019)** « Female directors and the cost of debt: does gender diversity in the boardroom matter to lenders?»» *Managerial Auditing Journal*, 34(4): 374-392.
- Wahyuni, P. D. (2019)** «Good corporate governance and firm size on cost of debt: Evidence from Indonesian listed companies.» . *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 9(2): 257-265.
- Zalata A. M., Ntim C G, et Choudhry T.,. (2019)** «Female directors and managerial opportunism: monitoring versus advisory female directors » . ».
- Zalata A. M., Ntim G., Hussien A., John M.,. (2021)** «Gender diversity and earnings management: the case of female directors with financial background »,» *Review of Quantitative Finance and Accounting* 58: 101–136.
- Zhu, F. (2014),**«Corporate governance and the cost of capital:» *An international study. Int. Rev. Financ.* 14,: 393–429.