

**Evaluation du Gouvernement d'entreprise
par les Agences de Rating :
Une analyse comparative des méthodes**

Fabrice ROTH¹

Université de Lyon 3

Institut d'Administration des Entreprises (IAE)

Centre de recherches Magellan (Magellan Finance)

E-mail : fabrice.roth@univ-lyon3.fr

Amir LOUIZI

Université de Lyon 3

Institut d'Administration des Entreprises (IAE)

Centre de recherches Magellan (Magellan Finance)

E-mail : louiziamir@yahoo.fr

¹ Auteur correspondant

Evaluation du Gouvernement d'entreprise par les Agences de Rating : Une analyse comparative des méthodes

Résumé :

Dans une période de marchés volatils et incertains, les investisseurs institutionnels les plus exigeants tiennent à ne placer leurs fonds que dans des compagnies bien gouvernées. Dans l'estimation de la prime de risque, les créanciers et les actionnaires intègrent de plus en plus les caractéristiques du système de gouvernement d'entreprise. Comme la vision du risque est différente selon la position d'investisseur assumée, les agences, de notation de gouvernance pure ou de rating, devraient tenir compte de manière différente de la qualité du gouvernement d'entreprise dans leur processus de notation. L'objectif de cette étude est de mener une analyse comparative des méthodes employées par les agences de notation. En nous fondant sur 51 critères de gouvernance employés par cinq agences de notation, nous avons pu mettre en évidence l'existence de différences et de similitudes au niveau des méthodologies employées. Enfin nous avons pu dégager trois classes d'agences en matière de notation de la gouvernance.

Mots clés : Gouvernance ; critères d'évaluation ; agences de rating.

1. INTRODUCTION

Depuis l'émergence du gouvernement d'entreprise dans les années 90, les méthodologies de notation de la qualité des systèmes de gouvernement d'entreprise ont pour objectif d'estimer la prime de risque spécifique s'y rattachant². Les acteurs traditionnels de la notation, agences de rating, banques, ont de fait intégré dans leur méthodologie des critères de « bonne gouvernance ». En parallèle, des cabinets spécialisés en rating de gouvernance ont développé d'autres méthodologies centrées exclusivement sur les pratiques de bonne gouvernance. Toutefois, l'approche du risque lié à la qualité du système de gouvernance dépend de la nature du financement, par dettes ou par actions. Dans le premier cas, la position du créancier financier, analysée plus particulièrement par les agences de rating ou de scoring, est affectée par la nature des activités de l'entreprise et la position des actionnaires. Dans le second, la position de l'actionnaire dépend également de l'activité de l'entreprise, mais par symétrie, de celle du créancier financier. L'influence du système de gouvernement d'entreprise, et l'estimation de la prime de risque, ne peut donc être envisagée de la même manière dans ces deux cas. Pour autant, deux difficultés majeures rendent les différentes méthodologies actuelles ambiguës. La première tient à la nouveauté de la thématique elle-même. Les débats sur les bonnes pratiques sont ainsi encore vifs, ce que reflètent les publications des différents rapports sur le sujet. Par ailleurs, l'établissement d'un lien clair entre certaines pratiques et la position, soit de l'actionnaire, soit du créancier financier, est encore plus délicat, et d'autant plus si l'on considère les financements hybrides.

L'objet de cette étude est donc de clarifier le positionnement des méthodologies sur la gouvernance. Plus précisément, nous souhaitons mettre en évidence les facteurs de convergence et de divergence de ses méthodologies. L'objectif paraît ainsi en premier lieu plutôt de nature exploratoire.

² L'actionnaire valorise positivement la gouvernance d'entreprise. Selon McKinsey (2002) les investisseurs institutionnels sont prêts à payer une prime de 12 à 14 % pour les entreprises qui adoptent les meilleures pratiques de gouvernance. D'autres études ont montré que la valeur est corrélée à l'indépendance du conseil, à la séparation entre le président et le CEO, à la structure du conseil, à la nature de la rémunération des dirigeants, au cumul des mandats...

De son côté, le créancier s'intéresse également à la gouvernance d'entreprise. Ashbaugh, Collins, LaFond (2004) montrent que la notation est inversement proportionnelle au nombre d'actionnaires possédant au moins 5 % du capital et à la puissance du CEO au sein du conseil, et positivement proportionnelle à la faiblesse du droit des actionnaires en cas d'OPA, au degré de transparence financière et à l'indépendance et l'expertise du conseil d'administration.

Dans une première section, nous présentons les méthodologies des principales agences de notation en distinguant les agences qui privilégient la vision des créanciers de celles qui adoptent le point de vue des actionnaires. Dans une seconde section, nous menons une analyse exploratoire de ces méthodologies en retraçant les critères et les thèmes sur lesquelles celles-ci s'appuient. Enfin, nous concluons.

2. Les méthodologies de notation en gouvernement d'entreprise

2.1. Les agences de notation vision des créanciers

Dans une période de marchés volatils et incertains, comme indiqués par les échecs d'entreprises récents, les investisseurs institutionnels les plus exigeants cherchent à placer leurs fonds dans les compagnies bien gouvernées. Les trois grandes agences de notation financière (S&P, Fitch, Moody's) ont témoigné, ces dernières années, d'un intérêt grandissant à intégrer la qualité du gouvernement d'entreprise dans leur processus de notation du risque de crédit.

2.1.1. Les critères de rating de Standard & Poor's (S&P)

Standard & Poor's a été l'une des premières agences à s'intéresser à l'évaluation de la qualité des systèmes de gouvernement d'entreprise (SGE par la suite) en développant un service de notation spécifique. En 2002, en ce sens, S&P³ a été amenée à prendre en compte de manière négative dans l'attribution de la note de certaines entreprises des éléments comme :

- une utilisation de ressources à des fins personnelles ou étrangères à l'entreprise par un groupe d'actionnaires dominant ;
- des rémunérations de dirigeants non maîtrisées ;
- des systèmes de primes qui compromettent la stabilité à long terme de l'entreprise pour encourager des profits à court terme ;
- un contrôle insuffisant de l'intégrité de l'information comptable ayant pour conséquence une augmentation de la dette et du risque de liquidité.

Dans cet esprit et pour l'agence, les dirigeants comme les conseils d'administration doivent prendre conscience de l'impact significatif du SGE dans la perception qu'ont les marchés de

³ "The evolving role of Corporate Governance in credit rating analysis", Standard and Poor's, October 10, 2002

la capacité de l'entreprise à créer de la valeur. Plus précisément, la notation apporte des informations importantes aux investisseurs sur la flexibilité de l'entreprise, la capacité à générer dans le futur des cash-flows suffisants, la crédibilité du management ; ce qui conduit finalement à réduire l'asymétrie d'information entre les prêteurs et l'entreprise.

Chez S&P, la notation du SGE est également un produit séparé, vendu aux entreprises indépendamment de la notation crédit classique. Selon George Dallas (2004), le président de S&P, " *les analystes travaillant sur l'évaluation du risque crédit peuvent choisir d'utiliser les rapports que nous publions s'ils le souhaitent, mais le gouvernement d'entreprise n'est pas un passage obligé dans la notation de la dette* ". En effet, la notation du SGE relève plus d'une diversification d'activités que d'une amélioration des procédures de notation financière existantes.

S&P compte parmi les premiers organismes ayant calculé un score de gouvernance d'entreprise, dont l'indice est fondé sur la transparence et la bonne divulgation des informations. C'est cette méthodologie que nous analysons ici pour comprendre la vision de l'agence sur le gouvernement d'entreprise.

Le « *Corporate Governance Score* »⁴ exprime l'opinion de l'agence sur les principes de gouvernance adoptés par l'entreprise, et plus précisément sur la façon dont ils sont appliqués. Ces principes couvrent les interactions pouvant exister entre le management, le conseil d'administration et les partenaires financiers (les actionnaires et les créanciers). Le score est le résultat d'un calcul fondé sur une analyse détaillée des rapports de gestion et d'autres documents de la compagnie, plus, comme dans les méthodologies classiques de notation, des entretiens avec des dirigeants de l'entreprise. Le score repose sur une échelle de 1 à 10, du score le plus faible CGS-1 au score le plus élevé CGS-10.

S&P analyse quatre groupes d'éléments de la gouvernance de l'entreprise (S&P, 2001 ; Bradley, 2004) (tableau 1) :

- **la structure de la propriété** : il s'agit de comprendre la composition de l'actionnariat et son influence sur la direction de l'entreprise d'une part, et les interactions qui peuvent exister entre les filiales et d'autres entités liées (prix de transfert, subventions, avances ...), d'autre part.
- **Les relations et les droits des parties prenantes de l'entreprise** : ce thème doit être évalué en tenant compte de sa relation avec le système juridique du pays dans lequel opère l'entreprise. Ces réglementations doivent remplir, en premier lieu, les droits qui

⁴ "Standard and Poor's Corporate Governance Scores : criteria, methodology and definitions", July 2001

protègent les actionnaires et les créanciers. Dans un pays à mauvais système juridique, le CGS détermine à quel point une compagnie adopte ou excède les bonnes pratiques en matière de gouvernement d'entreprise.

- **La transparence financière et la divulgation de l'information** : il s'agit de divulguer les informations sur le gouvernement d'entreprise afin que les actionnaires et les créanciers puissent avoir une idée sur la situation financière de l'entreprise. Plus précisément, donner au marché les informations nécessaires sur les opérations à envisager et sur la situation compétitive de l'entreprise.
- **Les procédures et la structure du conseil d'administration** : le conseil doit être en mesure de superviser de manière indépendante la direction et, le cas échéant, de mettre effectivement en cause sa responsabilité.

La notation de gouvernance des entreprises se réalise dans une division séparée des équipes de notation crédit. Par conséquent, l'information obtenue lors du processus de notation de la gouvernance de l'entreprise est confidentielle et n'est pas communiquée aux analystes de la notation du crédit. S&P réalise également des études sur la gouvernance des pays.

Tableau 1 : Les familles de critères de S&P

Thèmes	Critères
La structure de la propriété	-La transparence de la structure de propriété. -La concentration et l'influence de la structure de la propriété.
Les relations et les droits des parties prenantes de l'entreprise	-Les procédures de votes en assemblée générale. -Les droits de propriété et financiers (les dividendes, la capacité d'exercice des droits, la cessibilité des actions). -La défense contre l'OPA.
La transparence financière et la divulgation de l'information	-La qualité et le contenu de l'information publique divulguée. -Le temps et l'accès à la divulgation de l'information. -L'indépendance et l'intégrité du processus d'audit.
Les procédures et la structure du conseil d'administration	-La structure du conseil d'administration et sa composition. -Le rôle et l'efficacité du conseil. d'administration. -Le rôle et l'indépendance des administrateurs. -Les politiques de rémunération, d'évaluation et d'évolution des dirigeants et des administrateurs.

Source: "Corporate Ratings Criteria", Standard and Poor's, 2002.

2.1.2. Les critères de rating de Moody's

Une seconde grande agence réalise cette même évaluation de la gouvernance des entreprises dans le cadre de son activité de notation du crédit. A l'instar de S&P, Moody's a pris l'initiative il y a quelques années de créer un département spécialisé dans la notation des pratiques de gouvernement d'entreprise. L'agence répondait ainsi également à une forte demande de la part des établissements financiers pour une meilleure évaluation de la capacité des entreprises à communiquer de façon transparente et à prendre en meilleure considération l'intérêt de leurs actionnaires, suite aux scandales financiers des années 2000.

Toutefois, à la différence de S&P, Moody's s'est intéressée originellement à la problématique de la gouvernance des entreprises dans le cadre de son activité centrale de notation de crédit. Son objectif est d'intégrer l'évaluation des pratiques de gouvernance des entreprises dans le processus de la notation financière. En juin 2002, Moody's a ainsi annoncé son intention d'approfondir ses analyses de rating en y incluant d'autres éléments comme la qualité et le niveau de transparence des informations financières ainsi que les pratiques de gouvernement d'entreprise. En ce sens, l'évaluation du gouvernement d'entreprise chez Moody's se concentre plus sur les pratiques en matière de gouvernance qui ont des implications potentielles sur la qualité et la solvabilité du risque crédit. L'objectif de l'évaluation de la qualité du SGE est d'améliorer la qualité de l'estimation du risque crédit et d'aider ainsi les investisseurs dans leurs décisions. Fonctionnellement, l'évaluation du gouvernement d'entreprise fait partie du service d'évaluation du risque crédit de Moody's (Moody's, 2002). La vision qu'à Moody's du rôle du SGE est donc très clairement celle du créancier. Elle se résume aux deux questions suivantes que se pose Moody's : en premier lieu, quels aspects du gouvernement d'entreprise sont-ils appropriés du point de vue du créancier? En second lieu, comment les créanciers devraient-ils évaluer la qualité d'un SGE et comment l'intégrer dans la décision de crédit? (Moody's, 2003).

Selon Moody's, la qualité d'un SGE dépend des cinq éléments suivants :

- Le conseil d'administration, à la source des rapports de gouvernement d'entreprise ;
- La politique de rémunération des dirigeants et des membres du conseil d'administration ;
- La divulgation de l'information, y compris les rapports financiers et les autres documents qui concernent les investisseurs et les créanciers ;
- La structure du capital ;
- Les droits des actionnaires tels que le droit de vote et les procédures de l'ordre du jour.

Sur ces bases, Moody's regroupe les critères pour l'évaluation des SGE en sept thèmes (tableau 2) :

- **La composition et le fonctionnement du conseil d'administration** : Ce thème se rapporte au fonctionnement du conseil d'administration et privilégie les meilleures pratiques généralement recommandées. Il traite comme sujets principaux de l'indépendance du conseil, de ses activités, de sa composition, de la formation des administrateurs et des cadres dirigeants.
- **Le processus d'audit** : En particulier, l'efficacité du comité d'audit est mise en avant du fait de son rôle primordial dans le contrôle interne, pour la fiabilité du rapport financier, et *in fine* pour la qualité de l'information financière communiquée aux tiers.
- **Les conflits d'intérêt** : Il s'agit dans cette thématique d'évaluer les procédures mises en place pour contrôler les conflits entre les actionnaires et les dirigeants d'une part, et entre les dirigeants et les créanciers, d'autre part.
- **La politique de rémunération** : Cette section se concentre en particulier sur la rémunération du CEO ; elle étudie également l'impact possible à long terme de la politique de rémunération sur les intérêts des partenaires financiers.
- **Les droits des actionnaires** : plus particulièrement le droit de vote et le traitement équitable des actionnaires.
- **La structure du capital** : l'objectif ici est d'étudier la structure de l'actionnariat et du capital et ses conséquences sur les intérêts des créanciers.
- **L'information sur le gouvernement d'entreprise** : un SGE efficace doit garantir la diffusion en temps opportun d'informations exactes sur tous les sujets significatifs concernant l'entreprise, notamment la situation financière, les résultats, l'actionnariat et le gouvernement d'entreprise⁵. La transparence et la diffusion des informations constituent l'un des piliers d'une bonne gouvernance d'entreprise. Ce thème prend en compte le type et la qualité des informations relatives au gouvernement d'entreprise disponibles sur le site Internet de l'entreprise, le rapport annuel, les communiqués de presse (Moody's, 2003).

Pour l'agence, la qualité du SGE peut jouer un rôle dans la notation du risque crédit. Toutefois, un bon SGE ne garantit pas une bonne qualité de crédit de l'émetteur. En revanche, un mauvais SGE peut conduire l'entreprise à connaître des problèmes financiers, augmentant ainsi les risques de défaillances (Moody's, 2003).

⁵ Voir les principes de Gouvernement d'Entreprise OCDE, 2004.

Tableau 2 : les familles de critères de Moody's

Thèmes	Critères
Composition et fonctionnement du conseil d'administration	-Taille du conseil. -Fonctionnement et composition. -Les activités du conseil.
Processus d'audit	-Comité d'audit.
Les conflits d'intérêt	-Les conflits entre les actionnaires et les directeurs.
La politique de rémunération	-La rémunération des cadres et des administrateurs.
Les droits des actionnaires	-Traitement équitables des actionnaires. -Droits de votes.
Structure du capital	-Structure du capital. - Les détentions de capital des différentes parties.
Information sur le gouvernement d'entreprise	-Les informations sur les pratiques de gouvernement appliquées par l'entreprise.

Source : "La notation Moody's : mode d'emploi", 1997 ou Moody's, 2003.

2.1.3. Les critères de rating de Fitch

En 2004, Fitch a publié un rapport sur l'approche de l'agence concernant la prise en compte de la qualité du gouvernement d'entreprise dans le processus d'évaluation du risque crédit (Fitch Ratings, 2004). Ce rapport identifie les éléments principaux du gouvernement d'entreprise à prendre en compte pour les créanciers. Pour Fitch, les intérêts des actionnaires et des créanciers sont généralement identiques. Toutefois, ces intérêts peuvent également diverger lorsque les deux parties ont des vues différentes sur la politique d'investissement de l'entreprise. Pour Fitch, l'alignement des intérêts est positivement lié à une bonne surveillance de l'entreprise. Certains éléments de gouvernement d'entreprise ont un impact plus significatif que d'autres sur les intérêts des créanciers. En particulier, l'évaluation des pratiques en matière du gouvernement d'entreprise commence par son conseil d'administration. Un conseil d'administration indépendant et actif est un élément essentiel en matière de gouvernement d'entreprise.

Les éléments clés de gouvernement d'entreprise, dans la méthodologie de Fitch, les plus pertinents pour les porteurs d'obligations, sont (tableau 3) :

- **L'efficacité et l'indépendance du conseil** : Il s'agit d'évaluer les aspects les plus importants pour avoir un conseil de qualité, comme la présence d'administrateurs indépendants, la politique de nomination des administrateurs, la capacité des

directeurs à comprendre les implications financières et les stratégies de la compagnie, le fonctionnement du conseil.

- **Les transactions entre les différentes parties** : dans cette section, l'objectif est de s'assurer de la présence de mécanismes ou de politiques supervisant la négociation des transactions, les buts et les motivations fondamentales sous-jacentes aux transactions.
- **Le processus d'audit** : en particulier l'indépendance des membres du comité d'audit, les procédures du comité concernant les problèmes de comptabilité, les risques d'audit potentiels et la qualité du système de contrôle interne.
- **La rémunération** : la politique de rémunération, la rémunération des cadres en tenant compte de la situation financière de l'entreprise et de sa stabilité à long terme, la politique de rémunération de l'entreprise par rapport à ses concurrents.
- **La structure du capital** : incluant la fraction détenue par les cadres dirigeants.

En conclusion, pour Fitch, la nature du SGE peut avoir un impact positif ou négatif sur la note obtenue en risque crédit.

Tableau 3 : les familles de critères de Fitch

Thèmes	Critères
Efficacité et indépendance du conseil	-La taille du conseil. -La composition et le fonctionnement du conseil. -Le processus de nomination. -Les procédures pour concernant l'ordre du jour.
Les transactions entre les différentes parties	-La présence des mécanismes ou des politiques qui assurent les transactions. -Le but et les motivations fondamentaux derrière la transaction. -Le rôle du conseil dans des transactions.
Le processus d'audit	-L'indépendance des membres de comité d'audit. -Les procédures et le procédé du comité concernant les aspects principaux de comptabilité, les risques potentiels d'audit, et la qualité des contrôles internes.
La rémunération	-Rémunération des cadres et des administrateurs. -La politique de rémunération de la compagnie par rapports à ses concurrents.
Structure du capital	-La structure du capital. -Le détail de chaque détention de capital.

Source: Fitch Ratings, Credit Policy Special Report, "Evaluating Corporate Governance: The Bondholders' Perspective", New York. 2004.

2.2. Les agences de rating vision des actionnaires

2.2.1. Les critères de rating d'institutional Shareholder Services (ISS)

L'Institutionnel Shareholder services (ISS) a développé en 2003 un indice de gouvernance prenant en considération 61 variables relatives au conseil d'administration, la rémunération du dirigeant, la structure de propriété, aux pilules empoisonnées, la structure de capital et autres facteurs qualitatifs (l'âge de la retraite des administrateurs, les réunions des administrateurs externes, le plan de succession du dirigeant...) (ISS, 2005).

ISS propose également des services de votes par procuration au niveau international, une base de données et des instruments de recherche pour les investisseurs institutionnels. Disposant de plus de 15 années d'expérience et d'un service d'analyse et de recherche au niveau local et international, ISS est considérée comme une référence mondiale en matière de vote par procuration et de gouvernement d'entreprise.

Les critères fondamentaux inclus dans les méthodes d'évaluation d'ISS sont résumés dans le tableau ci-dessous (Tableau 4).

Le score de chaque thème est obtenu à partir d'une série de variables de gouvernement d'entreprise. ISS rassemble des données des divers documents publiquement disponibles. En plus, les entreprises sont invitées à fournir à ISS les corrections et les mises à jour pour permettre à ISS de recalculer le score. ISS fournit actuellement des classements relatifs pour plus de 7.500 compagnies dans le monde (McGurn, 2002)⁶.

⁶ Pour répondre à la question de la mesure du risque de gouvernement d'entreprise lorsqu'il s'agit de sociétés internationales, ISS a lancé un système de classement combiné avec le groupe FTSE, l'un des principaux producteurs mondiaux d'indices boursiers. Ce système est utilisé par les investisseurs institutionnels comme un instrument de mesure du risque lié au respect du gouvernement d'entreprise.

Tableau 4 : Les familles de critères d'ISS

Thèmes	Critères
La structure et la composition du conseil	-Composition du Conseil. -Comité de rémunération. -Comité de gouvernement. -Comité de nomination. -Taille du conseil. -Indépendance. -Les comités.
Les problèmes d'audit	-Comité d'audit, les honoraires... -Expert financier
Structure du capital	-Structure de l'actionariat.
Information sur le gouvernement d'entreprise	-Gouvernement d'entreprise.
La rémunération du Conseil et des dirigeants	-Politiques de rémunération des cadres. -Comité de rémunération
Les facteurs qualitatifs	-Age de retraite des cadres. -Evaluation des performances du conseil. -Les réunions des administrateurs.
Les relations entre les financiers	-Les relations financières.
L'éducation du directeur	-Niveau de culture du management.

Source : "ISS Corporate Solutions", 2004, ou www.issproxy.com

2.2.2. Les critères de rating de Governance Metrics International (GMI)

GMI est une agence indépendante d'évaluation des risques et de recherche sur le gouvernement d'entreprise. A l'instar de ses homologues, elle a développé une méthodologie d'analyse des SGE fondée sur des données publiques et de l'information privée (par exemple, des entretiens approfondis avec la direction et les membres du conseil). Les critères de classement de GMI sont regroupés en six catégories : la responsabilité du conseil, l'information financière et le contrôle interne, les droits des actionnaires, la politique de rémunération, la structure du capital et la réputation d'entreprise. Les entreprises sont évaluées sur une échelle de 1 (le plus bas niveau) à 10 (le plus haut) (Sherman, 2004).

Les rapports de notation incluent un résumé du profil de l'entreprise en termes de gouvernement d'entreprise et des informations détaillées sur chacune des six catégories appliquées par GMI (Tableau 5).

Les critères de classement sont fondés sur les codes, les principes et règlements sur le gouvernement d'entreprise généralement acceptés. Afin de limiter le degré de subjectivité, GMI structure sa métrique de manière à ce qu'elle produise seulement trois réponses : oui, non, ou pas dévoilé. GMI recueille les données publiques sur les sites web de l'entreprise et d'autres sites web spécialisés. Les rapports d'entrée des données sont envoyés par GMI à chaque entreprise pour contrôle avant que les résultats soient publiés.

Tableau 5 : Les familles de critères de GMI

Thèmes	Critères
Structure et organisation du conseil d'administration	-Composition du conseil. -Indépendance du conseil. -Les comités d'audit, de rémunération et de nomination.
La révélation financière et les contrôles internes	-Informations sur le CG. -Informations sur la structure du capital et de l'actionnariat. -Information sur les parties prenantes.
Les droits des actionnaires	-Droits de votes. -Ordre du jour. -Traitement équitable.
Rémunération du Conseil et des dirigeants	-Politiques de rémunération.
Structure et contrôle du capital	-Structure du capital et de l'actionnariat.
Le comportement d'entreprise et les problèmes de responsabilité sociale	-Informations sociales sur l'entreprise.

Source : www.gmiratings.com

3. Analyse comparative

3.1. La méthode d'analyse

Quel que soit le processus de notation employé par les agences de rating dans leur évaluation de la qualité du système de gouvernance d'entreprise, ces méthodologies ont pour points communs de s'appuyer sur des éléments de base, les critères, regroupés en thématiques, et de produire un score.

Toutefois, il est intéressant de constater, et ceci, même pour des agences partageant théoriquement la même vision, une certaine diversité dans le choix des thèmes retenus et dans les méthodes de calcul utilisées.

Lorsque nous avons présenté les méthodologies de notation dans la section précédente, nous avons pu constater que S&P utilise 4 thèmes, Moody's 7 thèmes, Fitch 5 thèmes, ISS 8 thèmes et GMI 6 thèmes. Globalement, les agences de notation semblent partager l'opinion que l'évaluation de la qualité du SGE est fondée sur la structure de propriété, les droits et devoirs des actionnaires, la structure et le fonctionnement du conseil d'administration, la transparence et la divulgation de l'information. Cependant, leurs approches dans la collecte des données et dans la pondération des thèmes sont différentes. Le nombre des critères et celui des thèmes employés par les agences, pour mesurer le niveau du gouvernement d'entreprise d'une compagnie, changent sensiblement d'une agence à une autre.

Par ailleurs, même si certains thèmes ont des dénominations comparables, leur compréhension et leur traitement par les agences, au travers des critères de base retenus, peuvent largement différer. Aussi, une comparaison des agences fondée sur les thématiques serait profondément biaisée. Il apparaît ainsi que l'unité de base adéquat pour discriminer les méthodologies est le critère, et ceci d'autant plus que les agences puisent pour leur sélection dans les principes généralement admis. En effet, la majorité des systèmes d'estimation présentés dans notre étude se fondent principalement sur les principes de gouvernement d'entreprise développés par l'OCDE, dans une certaine mesure complétée par d'autres codes internationaux et des recommandations nationales. Pour éviter le biais lié aux thématiques, nous choisissons donc de nous appuyer sur le critère comme base de comparaison.

L'objectif de notre travail est de classer les agences de notation en un certain nombre de groupes suivant les critères utilisés. Plus spécifiquement, nous souhaitons positionner les agences de notation sur un graphe et les classer par la suite selon les critères. Dans ce but, nous avons adopté pour cette classification la méthode de l'analyse en composantes principales (ACP). L'analyse factorielle correspond à une démarche purement statistique de structuration des données. Elle consiste à résumer l'information contenue dans un tableau individus/variables, en remplaçant les variables initiales par un nombre plus petit de variables composites ou facteurs sensés apporter des informations sur les individus.

Nous avons sélectionné un nombre de variables jugé pertinent et conforme aux méthodologies de notation employées par les agences en matière de gouvernance d'entreprise. Cette sélection des données a été faite sur la base, d'une part de la disponibilité des critères, et d'autre part d'un rapprochement des familles de critères.

Le nombre des critères caractéristiques s'élève à 51 regroupées en 5 thèmes (annexe 1). Les variables choisies représentent ces divers critères de notation de la qualité du système de gouvernance d'entreprise employés par les différentes agences. Dans le cas où les agences utilisent des descriptions différentes pour le même critère, nous avons retenu une seule définition qui résume toutes les descriptions utilisées. Par ailleurs, certains critères peuvent concerner plus d'un thème d'évaluation. Dans ce dernier cas, nous avons regroupé le critère dans un seul thème selon son importance et sa définition donnée par les agences. Nous avons par ailleurs procédé au regroupement des critères selon la description donnée par les différentes agences. Ce regroupement en 5 thèmes majeurs n'a pas d'incidence sur l'analyse, puisque nous discriminons au niveau des critères. Il facilite néanmoins les commentaires puisqu'il permet d'associer chaque méthodologie à des thématiques dominantes.

Dans notre analyse, les critères ont la même pondération, car notre objectif est prioritairement de vérifier qu'un critère est retenu ou pas par les agences. De fait, le codage est binaire, pour préciser si l'agence utilise ou non le critère dans sa méthode d'évaluation.

3.2. Les résultats

En premier lieu, il est utile de présenter l'ensemble des agences et des critères les plus utilisés sous forme de graphique pour mieux rendre compte de leur positionnement (graphe 1). La détermination du nombre de facteurs est une étape délicate dans l'analyse factorielle. Dans notre analyse, et selon la règle de Kaiser, seuls les deux premiers facteurs sont retenus. Ces deux premiers facteurs ont une valeur propre supérieure à 1.

L'analyse fournit deux axes riches en termes d'informations. L'axe 1 résume 49,3 % de l'information, l'axe 2, 23,1 %. Les deux premiers axes factoriels restituent donc conjointement 72,3% de l'information totale quant aux critères d'évaluation employés en matière de gouvernance d'entreprise. Sur la base des critères précédemment évoqués, nous allons interpréter les deux axes retenus. Toutefois, l'axe 1 fournit le plus grand pourcentage d'information et doit donc être analysé en priorité.

Les variables actives, c'est-à-dire les critères, sur l'axe 1, et qui différencient les agences, sont celles ayant les corrélations les plus fortes avec cet axe (tableau 6). Les critères se rapportant aux thèmes « droit des actionnaires externes » et « processus d'audit et qualité de l'information financière » contribuent fortement et positivement à la formation de l'axe 1. A l'opposé, les critères du thème « conseil d'administration » contribuent négativement à la formation de cet axe. L'axe 1, l'axe le plus riche en terme informationnel, est donc majoritairement formé des critères de ces trois thèmes mais surtout, oppose des critères de contrôle « externe » (droit des actionnaires externes, audit et information financière) à des critères de contrôle « interne » (conseil d'administration).

Les contributions des critères formant l'axe 2 sont plus « diluées ». Néanmoins, les critères du thème « politique de rémunération et convergence des intérêts actionnaires – dirigeants » semblent contribuer positivement et de manière plus significative que les critères des autres thèmes à la formation de cet axe.

L'observation du graphe laisse apparaître 3 classes d'agences.

La première est constituée des agences S&P et GMI. Ces agences sont positivement corrélées avec l'axe 1 et négativement corrélés avec l'axe 2. Elles appuient leur méthodologie essentiellement sur des critères liés au droit des actionnaires externes, au processus d'audit et

à la qualité de l'information financière. Elles privilégient donc une position extérieure à l'entreprise. Il n'est pas forcément surprenant de constater qu'une agence de rating comme S&P accorde une grande importance à des éléments de réduction de l'asymétrie d'information, ce qui l'est beaucoup plus en revanche est la proximité qu'elle entretient avec GMI, dont la vision est théoriquement plus orientée du côté de l'actionnaire. Certainement l'une des explications provient-elle du choix de S&P de ne pas intégrer le risque de gouvernement d'entreprise dans son processus de rating de risque crédit. En d'autres termes, ce choix conduit l'agence à adopter une vision certainement plus large, en tout cas, plus actionnariale, du gouvernement d'entreprise. Par ailleurs, il est intéressant de noter que cette vision la rapproche de l'une des agences orientée actionnaires, GMI, mais pas de l'autre, ISS. La seconde classe est en effet constituée de l'agence ISS. ISS apparaît négativement corrélée avec l'axe 1. L'agence appuie ainsi sa méthodologie sur des critères concernant le conseil d'administration, elle privilégie ainsi une vision intérieure à l'entreprise. Sur cet axe, les deux agences orientées actionnaires, GMI et ISS, semblent donc s'appuyer sur des critères relativement différents, alors que le risque doit être théoriquement perçu de la même position. La troisième classe est constituée des agences de rating Fitch et Moody's, positivement corrélées avec l'axe 2. Cet axe est surtout représenté par les critères de la politique de rémunération et de la convergence des intérêts actionnaires – dirigeants. L'objectif de ces deux agences est d'intégrer des éléments de gouvernement d'entreprise à leur méthodologie de rating. Le choix de critères portant sur le lien actionnaires-dirigeants est donc peu étonnant, comme complément à une analyse du risque vue du côté du créancier.

Graphe 1 : carte des agences et de critères

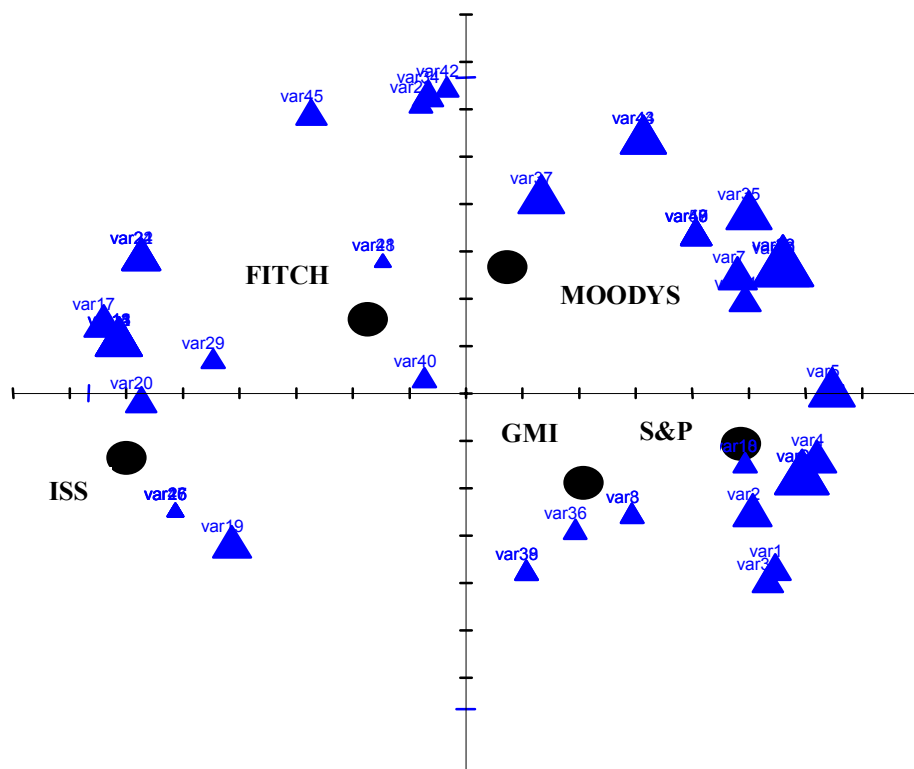


Tableau 6 : Les contributions des critères aux axes factoriels

Contributions positives				Contributions négatives			
Axe 1		Axe 2		Axe 1		Axe 2	
Var4	+3%	Var42	+8%	Var11	-3%	Var1	-2%
Var5	+3%	Var23	+7%	Var12	-3%	Var31	-2%
Var6	+3%	Var34	+7%	Var13	-3%	Var38	-2%
Var9	+3%	Var45	+6%	Var14	-3%	Var39	-2%
Var1	+2%	Var43	+5%	Var15	-3%	Var2	-1%
Var2	+2%	Var44	+5%	Var17	-3%	Var3	-1%
Var7	+2%	Var37	+3%	Var16	-2%	Var8	-1%
Var10	+2%	Var35	+2%	Var20	-2%	Var16	-1%
Var18	+2%	Var47	+2%	Var21	-2%	Var19	-1%
Var30	+2%	Var48	+2%	Var22	-2%	Var25	-1%
Var31	+2%	Var49	+2%	Var24	-2%	Var26	-1%
Var32	+2%	Var50	+2%	Var25	-2%	Var27	-1%
Var33	+2%	Var7	+1%	Var26	-2%	Var36	-1%
Var35	+2%	Var21	+1%	Var27	-2%	Var46	-1%
Var51	+2%	Var22	+1%	Var46	-2%		
Var47	+1%	Var24	+1%	Var19	-1%		
Var48	+1%	Var28	+1%	Var29	-1%		
Var49	+1%	Var30	+1%				
Var50	+1%	Var32	+1%				
		Var33	+1%				
		Var41	+1%				

4. Conclusion

Les agences de notation des SGE se divisent théoriquement en deux groupes. Celles qui adoptent la vision de l'actionnaire, celles qui se situent du côté du créancier. Leur approche de la notion des SGE devrait donc être tenir compte de cette vision différente de l'investissement et du risque. L'objectif de notre étude était de comparer les méthodes de notation des agences de référence, et de les positionner sur un graphe, de manière à identifier des classes d'agences et apprécier des similitudes et des différences supposées. Nous étions en particulier motivés par le fait que la compréhension des problèmes de gouvernement d'entreprise est relativement récente et toujours en cours, et que les agences doivent tenir compte d'investissements de plus en plus complexes.

Notre analyse factorielle nous permet d'identifier 3 classes d'agences. L'une de ces classes regroupe les agences de rating Moody's et Fitch, ce qui paraît cohérent. Les deux autres classes révèlent des positionnements plus étonnants. Ainsi, S&P, une agence de rating et GMI, spécialisée dans la notation de gouvernement d'entreprise, semblent assez proche. Enfin, ISS, spécialisée également dans la notion de gouvernement d'entreprise, se positionne à part des deux autres classes.

Cette analyse montre que les approches des agences sont encore loin d'être homogènes. Du fait de l'importance de la notation sur le coût du capital et la politique d'investissement des entreprises, une meilleure compréhension de ces méthodes s'avère donc indispensable.

BIBLIOGRAPHIE

ASHBAUGH H., COLLINS D.W. et LAFOND R., (2005), "Corporate governance and the cost of equity capital", Working paper, The University of Iowa.

BALLING, HOLM, POULSEN, (2005), "Corporate governance ratings as a means to reduce asymmetric information", Working paper, Aarhus School of Business,.

BRADLEY, N. (2004) "Corporate Governance Scoring and the Link Between Corporate Governance and Performance Indicators: in search of the Holy Grail", *Corporate Governance: An International Review*, vol. 12, pp. 8-10

DEMINOR (2001), *Corporate Governance Rating Service*, Brussels.

DROBETZ. W., SCHILLHOFER A. et ZIMMERMANN H., (2003), "Corporate governance and expected stock return: Evidence from Germany", Working paper, University of Basel.

FITCH RATINGS. (2004), "Evaluating Corporate Governance: The Bondholders' Perspective", *Credit Policy Special Report*, New York.

FTSE ISS Corporate Governance Rating and Index Series. (2004)- Measuring the Impact of

Corporate Governance on Global Portfolios.

JEAN-FLORENT REROLLE. (2003), “Ne tirez pas sur les agences de rating !”, *Banque et Stratégie*, 203, avril.

JENSEN, M. and MECKLING W. (1976). “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

GOMPERS P., ISHI J.L. et ANDREW M., (2003), « Corporate governance and equity prices”, *Quarterly Journal of Economics*.

MCKINSEY and Company (2002) *Global Investor Opinion Survey: Key Findings*, London.

MOODY’S (2003), “U.S. and Canadian Corporate Governance Assessment”, *Rating Methodology*, July.

MOODY’S. (1997), « La notation Moody’s »: *mode d’emploi*.

PATRICK S. MCGURN. (2002), “Keeping Score: Rating Governance in the Post-Enron World”, *The Corporate Governance Advisor*, 10(5).

PAUL M. HEALY and KRISHNA G. PALEPU. (2003), “The Fall of Enron”, *Journal of Economics Perspectives*, 17(2). pp. 3-26, Spring.

SHERMAN, H. (2004) "Corporate Governance Ratings", *Corporate Governance: An International Review*, vol. 12, pp. 5-7.

SHLEIFER, A., and VISHNY, R. (1997), "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 52, pp. 737-784.

STANDARD & POOR’S (2001), *Corporate Governance Services: Criteria, Methodology and Definitions*, McGraw Hill Companies Inc.

STANDARD & POOR’S (2004), *Standard & Poor’s Corporate Governance Scores and Evaluations: Criteria, Methodology and Definitions*, Standard & Poor’s Governance Services, New York.

STANDARD & POOR’S (2002), “Corporate governance scores –frequently asked questions”.

Annexe 1 : définitions des variables

Verifier que tout est ok

Critères	Descriptions	Agence(s)
<u>Droits des actionnaires externes :</u>		
1. Principe une action égal un droit de vote	– Respect du principe par la société. Il s’agit de préciser si l’entreprise alloue des droits de vote double aux détenteurs d’actions nominatives. (quantitatif) (variable binaire 0 et 1)	S&P et GMI
2. Ordre du jour des assemblées	– Participation et disposition de l’ordre du jour avant l’assemblée. Il s’agit de préciser avant combien de jours, les investisseurs reçoivent l’ordre du jour. Informations sur les résolutions mises au vote.	S&P, Fitch et GMI
3. Droit de proposition des actionnaires	– Droit d’ajouter des propositions et de participation aux réunions.	S&P et ISS
4. Traitement équitable des actionnaires	– Traitement équitable des actionnaires lors d’une opération comme par exemple lors d’une augmentation de capital, les droits préférentiels de souscription...	S&P, Moody’s et GMI
5. Modalités de votes	– Méthodes et procédures de votes (date, seuil de détention...). Les actionnaires peuvent voter par	S&P, Moody’s, Fitch et GMI

	<p>procuration et aussi par moyens électroniques. Il s'agit de préciser les modalités offertes par l'entreprise en matière de vote (vote par correspondance, par procuration...). Les procédures utilisées pour informer les actionnaires des réunions générales devraient prévoir l'égalité d'accès de tous les actionnaires et s'assurer que les actionnaires ont de l'information opportune et suffisante. Informations sur la date de l'assemblée générale et des réunions. Communication de la date et du lieu des réunions. (qualitatif)</p>	
6. La défense contre l'OPA	<p>– Existe-t-il un dispositif anti OPA (pilules empoisonnées) : L'inclusion des dispositions légales qui pourraient aider à protéger les intérêts des obligataires sur une fusion de type limitation des droits de vote, autorisations d'émettre des actions en période d'OPA.</p>	S&P, Moody's, ISS, Fitch et GMI
7. Elections des membres du conseil	<p>– Participation des actionnaires dans les élections des membres du conseil d'administrations ainsi que les procédures mises en place en matière d'élection (critères).</p>	S&P, Moody's et Fitch
8. Vote cumulatif	<p>– Il s'agit de préciser si la société utilise ou non un système de vote pondéré destiné à élire plusieurs candidats. (quantitatif)</p>	S&P et ISS
9. La transparence de la structure de propriété	<p>– Informations sur la structure de la propriété de la compagnie. La structure de propriété de l'entreprise devrait être transparente</p>	S&P, Moody's, Fitch, ISS et GMI
10. Vote par mail	<p>– Les actionnaires ont-ils la possibilité de voter par mail ou non. (quantitatif) (variable binaire 0 et 1)</p>	S&P
<u>Conseil d'administration :</u>		
11. Indépendance du conseil	<p>– Le degré de respect de la définition d'indépendance adoptée par la société. Ce critère est en liaison avec 12. Il s'agit de préciser les critères utilisés par l'entreprise pour considérer un administrateur comme indépendant.</p>	
12. Les administrateurs externes	<p>– Nombre des administrateurs externes dans le conseil d'administration. Il s'agit de préciser les administrateurs externes indépendants. L'entreprise donne une définition des administrateurs indépendants ou non.</p>	
13. Taille du conseil	<p>– Nombre d'administrateurs dans le conseil</p>	S&P, Moody's, Fitch, ISS et GMI
14. Composition du conseil	<p>– Nombres d'administrateurs indépendants dans le conseil d'administration. Il s'agit de la fraction des administrateurs indépendants dans le conseil.</p>	S&P, Moody's, Fitch, ISS et GMI
15. Missions du conseil	<p>– Informations sur les missions et les activités du conseil dans l'entreprise. Le conseil doit remplir un certain nombre de missions comme par exemple définition de la stratégie de l'entreprise, désignation des mandataires sociaux, contrôler la gestion de l'entreprise...</p>	S&P, Moody's, Fitch, ISS et GMI
16. Changements dans la taille	<p>– Informations s'il y a des changements dans la taille du conseil</p>	ISS
17. Comité de gouvernance	<p>– Existence du comité de gouvernance au sein du conseil. (quantitatif) (variable binaire 0 et 1).</p>	ISS et GMI
18. Comité stratégique	<p>– Existence du comité stratégique. (quantitatif) (variable binaire 0 et 1).</p>	S&P
19. Comité de nomination	<p>– Existence du comité de nomination. (quantitatif) (variable binaire 0 et 1).</p>	S&P, ISS, Fitch et GMI
20. Séparation des fonctions du PDG et des dirigeants	<p>– Dissociation entre les fonctions du directeur général et du président du conseil.</p>	ISS et Fitch
21. Réunions du conseil d'administration	<p>Nombre des réunions du conseil par an.</p>	Moody's, ISS et Fitch
22. Taux de présence	<p>Taux de participation des administrateurs aux réunions</p>	

	du conseil.	
23. Election des administrateurs	– Procédures d'élection des administrateurs dans le conseil	Moody's et Fitch
24. Règlement intérieur	– Existence et respect d'un code d'éthique	ISS, Moody's et Fitch
25. Age de retraite	Informations sur l'âge de retraite des administrateurs	ISS
26. Durée des mandats	La durée du mandat de chaque administrateur	ISS
27. Niveau d'éducation des administrateurs	Informations sur le niveau de diplôme des administrateurs (Maitrise, Master, Ingénieur...).	ISS
28. Expérience des administrateurs	Les expériences des administrateurs dans le cadre de son poste.	ISS
<u>Processus d'audit et qualité de l'information financière :</u>		
29. La qualité et le contenu de l'information publique divulguée	– L'information devrait être clairement articulée et accomplis à un niveau élevé. Le choix des normes comptables devrait être fait clairement. Informations sur les pratiques de gouvernance d'entreprise appliquées par la firme. (qualitatif)	S&P, Moody's, Fitch et GMI
30. Le temps et l'accès à la divulgation de l'information	– Des rapports doivent être introduits à l'heure. Les règlements, les statuts et les articles de la compagnie devraient être clairement articulés et aisément accessible à tous les actionnaires. Toute l'information publiquement divulguée devrait être disponible et librement accessible à la communauté et aux actionnaires. (qualitatif)	S&P et GMI
31. Comité d'audit	Existence du comité d'audit dans l'entreprise	S&P, Moody's, Fitch, ISS et GMI
32. Taille du comité	Nombre des membres dans le comité d'audit	S&P, Moody's, ISS, Fitch et GMI
33. Réunions du comité	Nombre des réunions du comité d'audit	Fitch et Moody's
34. Indépendance du comité	Nombre des membres indépendants dans le comité d'audit	S&P, Moody's, Fitch et GMI
35. Election des auditeurs	Informations sur l'élection des auditeurs	S&P et ISS
36. Missions du comité	Informations sur les activités et les missions du comité d'audit dans le conseil : examen des comptes, vérification des procédures de contrôle internes, relations avec les commissaires aux comptes. (qualitatif)	S&P, Moody's, ISS et Fitch
<u>Conflits d'intérêt et les transactions entre les parties :</u>		
37. Conflits d'intérêt	Dégager les conflits significatifs du directeur, les conflits d'intérêt exécutifs et comment ces conflits sont contrôlés. Il s'agit d'évaluer les procédures mises en place	Moody's

	pour contrôler les conflits entre les actionnaires et les dirigeants d'une part, et entre les dirigeants et les créanciers, d'autre part.	
38. La présence des mécanismes	La présence des mécanismes ou des politiques qui s'assurent que les transactions sont négociées correctement, avec le prix indiqué et qu'elles atteignent un objectif économique viable.	Fitch et GMI
39. Le but des transactions	Indiquer le but et les motivations fondamentaux derrière la transaction.	Fitch
40. Le rôle du conseil dans les transactions	Le rôle du conseil dans l'approbation des transactions entre les parties.	Fitch
<u>Les intérêts des employés et relations avec l'environnement social :</u>		
41. Environnement social	Informations sur la politique environnementale de l'entreprise et sa responsabilité sociale. (par exemple la société cherche à stabiliser son environnement par une structuration institutionnelle des relations qu'elle entretient avec certaines parties prenantes, plus l'environnement est instable, plus le dirigeant essaie de multiplier ses contacts afin de capturer des informations capitales).	GMI
42. intérêts des employés	Précisions sur les droits des employés et les questions de sûreté dans l'entreprise.	GMI
<u>Politique de rémunération et convergence des intérêts actionnaires-dirigeants :</u>		
43. Comité de rémunération	Existence du comité de rémunération	S&P, Moody's, Fitch, ISS et GMI
44. Politique de rémunération des administrateurs et des directeurs	La politique de rémunération des directeurs, la discussion des structures encourageantes et leur impact possible sur les incitations exécutifs de risque qui semble poser des dangers à long terme aux intérêts d'actionnaires et aux intérêts des créanciers. Critères de fixation de la part fixe et de la part variable.	S&P, Moody's, Fitch, ISS et GMI
45. Plan de succession	La planification de la succession exécutive	ISS, Moody's et Fitch
46. Dilution du stock option	Préciser si l'entreprise maintient un niveau de dilution remarquable du stock option ou pas.	ISS
47. Fraction détenue par le dirigeant	– Fraction détenue par le dirigeant.	S&P et Moody's
48. Fraction détenue par les investisseurs institutionnels	– Fraction détenue par les investisseurs institutionnels.	S&P et Moody's
49. Fraction détenue par les administrateurs	– Fraction détenue par les administrateurs.	S&P et Moody's
50. Fraction détenue par les administrateurs externes	– Fraction détenue par les administrateurs externes.	S&P et Moody's
51. L'influence de la structure de propriété	L'influence de la structure de propriété sur la taille du conseil d'administration (par exemple la taille du conseil	S&P, Moody's et GMI

	est plus faible dans les entreprises à caractère familial et plus importante dans les sociétés managériales).	
--	---	--

Sources: FITCH RATINGS. (2004), "Evaluating Corporate Governance: The Bondholders' Perspective", Credit Policy Special Report, New York. MOODY'S, Rating Methodology. (2003), "U.S. and Canadian Corporate Governance Assessment", July. STANDARD & POOR'S, 2004, Standard & Poor's Corporate Governance Scores and Evaluations: Criteria, Methodology and Definitions, Standard & Poor's Governance Services, New York. FTSE ISS Corporate Governance Rating and Index Series. (2004)- Measuring the Impact of Corporate Governance on Global Portfolios. www.gmiratings.com.