

Structure de propriété et performance des entreprises : analyse empirique sur le marché financier régional de l'UMOA

Ownership structure and firm performance : empirical analysis on the UMOA's regional financial market

Kouassi Aké Serge Pascal

Docteur ès Sciences de Gestion

Assistant, Université Félix Houphouët Boigny, Abidjan, Cocody, Côte d'Ivoire

kouassiake@yahoo.fr

Date de soumission : 17/04/2022

Date d'acceptation : 01/11/2022

Pour citer cet article :

KOUASSI.A.S.P.(2022). Structure de propriété et performance des entreprises : analyse empirique sur le marché financier régional de l'UMOA», Revue Française d'Économie et de Gestion «Volume 3 : Numéro 11 » pp : 321 – 337.

Author(s) agree that this article remain permanently open access under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0 International License



Résumé

La structure actionnariale des entreprises influence dans une certaine mesure, leurs décisions financières mais aussi leur performance. Dans la perspective de l'explication de la performance des entreprises cotées au prisme de la configuration de leur structure actionnariale, la présente étude analyse la relation entre la structure de propriété et la performance des entreprises cotées sur le marché financier régional de l'UMOA. Dans un contexte où la structure de propriété de ces entreprises cotées est largement dominée par la présence d'actionnaires étrangers et une polarisation du capital, l'étude analyse cette relation sur une période de 13 années en considérant les entreprises non financières. Les résultats obtenus de la régression économétrique par la méthode des moindres carrés généralisés montrent que la performance des entreprises cotées, mesurée par le Q de Tobin, est influencée négativement par la concentration du capital des entreprises et positivement par la présence d'actionnaires étrangers au sein de cette structure de propriété. Ces résultats laissent transparaître un comportement d'expropriation de la richesse des actionnaires minoritaires au profit des actionnaires majoritaires.

Mots-clés : Structure de propriété ; performance ; concentration de capital ; actionnaires étrangers ; expropriation.

Abstract

The ownership structure of companies influences somehow their financial decisions but also their performance. From the perspective of explaining the performance of listed companies through the prism of the configuration of their ownership structure, this study analyzes the relationship between the ownership structure and the performance of listed companies on the WAMU regional financial market. In a context where the ownership structure of these listed companies is largely dominated by the presence of foreign shareholders and important capital concentration, the study analyzes this relationship over a period of 13 years by considering non-financial companies. The results obtained from the econometric regression using the generalized least squares method show that the performance of listed companies, measured by Tobin's Q, is negatively influenced by the concentration of company capital and positively by the presence of foreign shareholders. These results reveal an expropriation behavior of the wealth from minority shareholders for the benefit of majority shareholders.

Keywords : Ownership structure ; performance ; capital concentration ; foreign shareholders ; expropriation.

Introduction

La structure actionnariale des entreprises influence dans une certaine mesure, leur performance. Cette affirmation est soutenue aussi bien par la théorie financière que par une série de travaux empiriques dans des contextes économiques et selon des approches méthodologiques différents. Les résultats provenant des recherches empiriques ne vont tous pas, cependant, dans le même sens que les prédictions théoriques et laissent transparaître encore des questions quant à la relation entre la nature, la concentration du capital et la performance des entreprises, pour ne considérer que ces seules approches de la gouvernance qui intéressent cette étude. La présente recherche se donne donc pour objectif d'étudier, dans le contexte des entreprises cotées sur le marché financier régional de l'UMOA¹, la relation entre la structure de l'actionnariat et la performance de ces entreprises. La structure de l'actionnariat étant considérée selon deux dimensions, la nature des actionnaires et la concentration du capital. Il s'agit donc de vérifier l'influence de la présence d'actionnaires étrangers et de la concentration du capital sur la performance des entreprises cotées à la BRVM. La littérature financière porte un intérêt particulier à la compréhension de la formation de la performance des entreprises, mais surtout aux facteurs explicatifs de cette performance. Aussi, les décisions financières sont-elles analysées dans le sens de leur influence sur la performance des entreprises. Théoriquement, la performance des entreprises est influencée par la nature et la qualité de la structure actionnariale des entreprises. Plusieurs travaux analysent cette relation mais arrivent à des résultats non consensuels. En effet, tandis que des travaux trouvent que la structure de propriété influence positivement ou négativement la performance des entreprises, plusieurs autres travaux trouvent qu'il n'existe aucune relation entre structure de propriété et performance des entreprises. Lorsqu'elles existent, ces relations peuvent être linéaires comme non linéaires. Les travaux sur la gouvernance des entreprises vont en général bien au-delà des seules natures et configurations des structures actionnariales. Ils prennent en compte plusieurs autres mécanismes portant sur l'existence ou non d'organes spécialisés, de modes de prise de décision ou de pratiques spécifiques de gouvernance. Quelques travaux (Mc Connell et Servaes, 1990) par contre, portent un regard spécifique sur la structure de propriété comme outil de gouvernance dans les décisions de gestion des organisations. La présente étude prend cette direction et s'intéresse à la relation entre la structure de propriété et les décisions financières des entreprises. Cette

¹ Union Economique et Monétaire de l'Afrique de l'Ouest. Huit Etats de l'Afrique de l'ouest (Bénin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Guinée Bissau, Mali, Niger, Sénégal, Togo) ont un marché financier commun, celui de la BRVM (Bourse Régionale des Valeurs Mobilières).

direction est justifiée par la configuration de la structure actionnariale des entreprises cotées à la BRVM (Bourse Régionale des Valeurs Mobilières), caractérisée par la forte présence d'un actionnariat majoritairement étranger et de l'importance de la concentration de l'actionnariat caractérisée par des actionnaires majoritaires plus importants en termes de détention. Les entreprises cotées sur le marché financier régional BRVM présentent ainsi des structures de capital caractérisées par une polarisation du contrôle : elles sont majoritairement des sociétés filles dominées par la propriété étrangère donc contrôlées par des groupes étrangers. Par ailleurs, la composition de la structure actionnariale de ces entreprises cotées laisse entrevoir une faible présence d'actionnaires institutionnels. Dans ce contexte, la performance des entreprises cotées sur le marché de la BRVM est-elle influencée par leur structure actionnariale ? Dans la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976), la délégation du pouvoir de gestion des actionnaires aux dirigeants a pour objectif la bonne gouvernance de l'entreprise afin d'améliorer sa performance. Cet objectif est renforcé par des mécanismes de contrôle afin d'améliorer la performance de l'organisation, mais aussi assurer le bon fonctionnement de la gouvernance. La structure actionnariale qui est une composante de la gouvernance a un rôle important qui constitue dans une certaine mesure, un levier d'amélioration de la performance des entreprises. Une structure de propriété concentrée ou moins concentrée devrait avoir pour influence un contrôle ou un engagement plus accru sur la gestion de l'entreprise afin d'améliorer ou orienter sa performance. La présence de certains types d'actionnaires favorise, en fonction de leurs positions, l'amélioration de la performance des entreprises. Les travaux empiriques dans divers contextes et selon des approches variées n'obtiennent tous pas des résultats allant dans le sens de ces positions théoriques. Cette étude vise, dans le contexte des entreprises cotées à la BRVM de vérifier cette relation entre structure de l'actionnariat et performance des entreprises. Après une revue de la littérature (section 1) sur la relation entre structure actionnariale et performance des entreprises, la méthodologie utilisée (section 2) dans l'étude est présentée suivie des résultats et de leur discussion (section 3).

1. Revue de la littérature

Les décisions financières ont une relation directe avec la gouvernance des entreprises. En effet, les décisions d'investissement, de financement et de distribution sont naturellement liées aux attentes des actionnaires. Ces actionnaires, pourvoyeurs principaux des capitaux dont a besoin l'entreprise, en fonction de leur nature ou de leur position vis-à-vis de l'entreprise influencent d'une certaine manière ces décisions financières selon la théorie de l'agence (Jensen et

Meckling, 1976). En notant que les décisions financières ont pour objectif la création de richesse, il est important de considérer la relation que pourrait avoir la structure actionnariale, voire la gouvernance, et la performance des entreprises. La gouvernance d'entreprise peut s'appréhender de plusieurs façons allant de la structure de propriété aux mécanismes de gouvernance. La présente étude s'intéresse à la structure de propriété en considérant sa nature et sa concentration. La littérature financière est abondante quant à la relation entre ces deux aspects de la structure de propriété et la performance des entreprises. La spécificité du marché régional de la BRVM oriente la présente étude vers la relation entre propriété étrangère, concentration de capital et performance des entreprises financières.

1.1. Propriété étrangère et performance des entreprises

La propriété étrangère caractérise la présence d'actionnaires étrangers dans la structure de propriété des entreprises. Au-delà des aspects liés à l'investissement et à leurs apports, la présence des actionnaires étrangers devrait avoir pour effet de réduire les asymétries informationnelles entre l'entreprise et les apporteurs de capitaux. En effet, la présence d'un actionnariat étranger devrait favoriser un contrôle plus important des mécanismes liés à la performance de l'entreprise étant donné que ce type d'actionnariat résulte en général d'un objectif de croissance externe d'une entreprise non domestique ou multinationale. Ces actionnaires ont un regard particulier sur la portée de leurs investissements, donc de la performance des entreprises dans lesquelles ils détiennent des participations. Au regard de la théorie de l'agence, l'actionnariat étranger permet d'améliorer la performance des entreprises. En considérant la théorie de l'agence, les coûts d'agence générés par les conflits entre actionnaires et dirigeants peuvent être contenus soit par l'alignement des intérêts de ces deux parties prenantes directement liés à la performance de l'entreprise, soit par un contrôle plus important par les actionnaires (Onomo, Bene et Fall, 2019). Ce contrôle peut être soutenu par l'actionnariat étranger fortement motivé par une sécurisation et la rentabilité de ses investissements. Cet engagement de l'actionnariat étranger engendre nécessairement une amélioration de la gouvernance mais améliore également la performance de l'entreprise. La majorité des travaux analysant la relation entre la présence des actionnaires étrangers et la performance des entreprises trouvent des relations positives. C'est le cas de l'Égypte avec les travaux de Azzam et al. (2013), du Ghana, du Kenya et du Zimbabwe, avec une étude menée par Ramachandran et Shah (1998). Dans le cadre de cette dernière étude, les auteurs trouvent que l'influence positive de la propriété étrangère est matérialisée lorsque les entreprises sont

majoritairement détenues par les actionnaires étrangers. Uwalomwa et Olamide (2012) trouvent également une relation positive entre propriété étrangère et performance des entreprises dans le contexte des entreprises du Nigéria. Foster-McGregor et al. (2015) montrent une relation positive entre actionnariat étranger et performance des entreprises dans une étude portant sur 19 pays d'Afrique subsaharienne. Onomo, Bene et Fall (2019) constatent, dans le cadre d'une relation non linéaire, une relation positive entre participation étrangère et performance à partir de 25% de participation de l'actionnariat étranger. Bien que la majorité des travaux trouvent des relations positives entre participation étrangère et performance des entreprises, certains travaux trouvent des relations négatives comme c'est le cas des résultats de Andow et Bature (2016) qui trouvent que dans le contexte du Nigéria, la propriété étrangère a une relation négative sur la performance des entreprises. Sur la base de la littérature analysée et en tenant compte du contexte des entreprises cotées ivoiriennes fortement dominées par la présence d'actionnariat étranger, la présente étude postule que la propriété étrangère influence positivement la performance des entreprises (*hypothèse 1*).

1.2. Concentration de capital et performance

Le pourcentage de capital détenu par les actionnaires principaux permet d'apprécier, au même titre que la propriété managériale, la séparation entre propriété et décision de gestion dans les entreprises. Cette séparation est plus marquée lorsque le capital est fortement diffus. Les actionnaires sont emmenés à déléguer à un ou plusieurs dirigeants la fonction de décision. Par ailleurs, lorsque le capital est concentré auprès d'une population restreinte d'actionnaires, la propension à contrôler la gestion de l'entreprise par ces actionnaires est plus importante. Ainsi, les entreprises ayant un capital avec une géographie importante seraient enclin à un problème de contrôle avec une incidence sur leur performance, tandis que les entreprises avec un capital concentré aurait un meilleur contrôle (Berle et Means, 1932). La théorie de l'agence illustre les conflits d'agence pouvant exister dans le cas de concentration du capital en défaveur des actionnaires minoritaires par une certaine forme d'expropriation des résultats de la performance de l'entreprise au profit des actionnaires majoritaires. Ces conflits d'agence entre actionnaires majoritaires et minoritaires conduisent à des phénomènes d'enracinement des premiers avec des influences négatives sur la performance de l'entreprise (Demsetz, 1983). Plusieurs travaux trouvent une relation positive entre concentration du capital et performance des entreprises. Berle et Means (1932) et Shleifer et Vishny (1986) trouvent une relation positive entre la concentration du capital et la performance des entreprises. Ducassy et Guyot (2017) trouvent

une relation positive entre concentration de propriété et performance des entreprises et expliquent que plus la participation de l'actionnaire principal est importante, plus sa volonté contrôler le dirigeant est important. Certains travaux par contre trouvent qu'il n'existe pas de relation empirique entre concentration de capital et performance des entreprises. Demsetz et Lehn (1985) en l'occurrence, soutiennent que toutes les structures de propriété sont équivalentes et que la performance des entreprises est déterminée par les contraintes de l'environnement et les conditions d'exploitation de l'entreprise. Madani et Khelif (2010) trouvent également dans le contexte des entreprises cotées tunisiennes qu'il n'existe aucune relation entre la concentration du capital et la performance des entreprises. Pathirawasam et Wickremasinghe (2012) montre qu'il n'existe pas de lien entre concentration et performance des entreprises cotées au Sri Lanka. Des travaux trouvent par contre une relation non linéaire entre concentration de capital et performance des entreprises. C'est le cas de Iturriaga et Sanz (2012) qui montrent qu'il existe une relation en forme de U entre concentration de propriété et performance des entreprises dans les pays de droit civil qu'ils expliquent par les phénomènes d'enracinement et de convergence des intérêts des principaux actionnaires dans les entreprises de droit civil. A la suite de ces analyses et en considérant l'environnement des entreprises cotées ivoiriennes fortement marqué par une polarisation de l'actionnariat aux mains d'actionnaires majoritaires, la présente étude postule que la concentration de propriété influence positivement la performance des entreprises ivoiriennes (*hypothèse 2*).

2. Méthodologie

Comme Douma *et al* (2006), Madani et Khelif (2011), la présente étude retient une régression linéaire multiple pour expliquer la relation entre structure de propriété et performance des entreprises cotées ivoiriennes. En effet, la présente étude analyse une relation d'influence entre la concentration du capital, la nature du capital et la performance des entreprises, sans par ailleurs considérer les raisons qui expliquent ces éventuelles relations. Une relation linéaire est ainsi considérée entre la variable expliquée qu'est la performance des entreprises et les variables explicatives que sont la concentration de propriété et la propriété étrangère.

2.1. Données de l'étude

L'analyse de la relation entre la structure de propriété des entreprises et leur performance a été réalisée dans le cadre de la présente étude sur un échantillon d'entreprises cotées à la BRVM. La structure de propriété des entreprises cotées sur le marché financier régional est essentiellement dominée par la présence d'actionnaires étrangers (44 sociétés sur un total de 46

sociétés cotées). De plus, la structure du capital de ces entreprises présente de fortes concentrations. Par contre, la propriété institutionnelle et la propriété étatique restent faibles pour l'ensemble des entreprises cotées. La présente étude considère toutes les entreprises de tous secteurs à l'exclusion du secteur financier. Le choix définitif des entreprises de l'étude s'est fait en considérant la présence d'actionnaires étrangers dans la structure de capital des entreprises sur la période de 2005 à 2017. Un échantillon non probabiliste de 20 entreprises a été retenu sur la période. Il a donc été retenu un panel cylindré de 260 observations. Cet échantillon s'explique par le fait que le critère discriminant retenu pour la sélection des entreprises est la présence d'une propriété étrangère dans la structure de capital des entreprises et l'exclusion des entreprises du secteur financier.

2.2. Les variables de l'étude

L'étude analyse la relation entre la structure de propriété des entreprises cotées et leur performance. La variable à expliquer est la performance des entreprises et les variables explicatives sont la concentration de capital et la propriété étrangère. La taille des entreprises, le risque d'exploitation et l'endettement des entreprises sont utilisées comme variables de contrôle.

2.2.1. La mesure de la performance des entreprises

Pour la mesure de la performance des entreprises cotées à la BRVM, l'étude retient le Q de Tobin qui est une variable de valorisation par le marché. En effet, cet indicateur est orienté par les anticipations des investisseurs. Il est supposé prendre en compte la psychologie des investisseurs dans la valorisation des actifs des entreprises. Le Q de Tobin a été mesuré par le rapport entre la somme des valeurs de marché des titres détenus par les investisseurs financiers et le montant des capitaux qu'ils ont investis. Comme Demsetz et Villalonga (2001) cités par Mard, Marsat et Roux (2014), la mesure retenue donne :

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{Valeur de marché des capitaux propres} + \text{Valeur comptable de la dette}}{\text{Valeur comptable du total Actif}}$$

2.2.2. Les mesures de la structure de propriété des entreprises

La structure de propriété dans le cadre de la présente étude est appréhendée par la nature des actionnaires et la concentration de la propriété. Pour déterminer la concentration du capital,

cinq mesures sont utilisées. Il s'agit de l'indice de Herfindahl (HERF), du pourcentage d'actions détenu par le premier actionnaire (ACT1), du pourcentage d'actions détenu par le deuxième actionnaire (ACT2), du pourcentage d'actions détenu par le troisième actionnaire (ACT3). La propriété étrangère (ETR) est mesurée par le pourcentage de part détenu par les actionnaires étrangers dans une entreprise donnée. Les entreprises ivoiriennes cotées sur le marché financier régional ont une structure de propriété essentiellement dominée par la présence d'actionnaires étrangers. Ces actionnaires étrangers, dans les mains desquels est concentrée la majorité du capital, sont pour la plupart des entreprises majoritaires et possèdent de ce fait le contrôle juridique de ces entreprises. Les statistiques descriptives (tableau 1) montrent cette situation avec un indice de concentration (HERF) moyen de 47,90 % pour les entreprises observées. Le premier actionnaire (ACT1) détient en moyenne 68,20 % des parts sociales contre 15,80 % et 5,4 % pour les deuxièmes (ACT2) et troisièmes (ACT3) actionnaires. En outre, les actionnaires étrangers (ETR) détiennent en moyenne 68,90 % du capital de ces entreprises. De plus, les médianes des variables HERF, ETR et ACT1 étant supérieures à leurs moyennes respectives, la moitié des entreprises présentent des concentrations plus importantes que les moyennes avec un actionnaire majoritaire. Ainsi les statistiques confirment la concentration du capital et le contrôle des entreprises cotées par des actionnaires étrangers.

Comme variables de contrôle, sont retenues la taille (TAIL), le risque d'exploitation (RISQ) et le ratio d'endettement (ENDT) des entreprises.

Tableau 1. Statistiques descriptives des variables d'intérêt

	Herf	ETR	ACT1	ACT2	ACT3
Moyenne	0,479	0,689	0,682	0,158	0,054
Médiane	0,510	0,721	0,721	0,1	0,007
Maximum	0,920	0,91	0,959	0,731	0,372
Minimum	0	0,029	0,269	0,0001	0
Ecart-type	0,275	0,171	0,169	0,154	0,091
Observations	260	260	260	260	260

Source : A partir de nos données

2.3. Analyse économétrique

L'analyse de la relation entre la structure de propriété des entreprises cotées à la BRVM et leur performance a été réalisée sur la base d'une relation linéaire. Une analyse économétrique sur

données de panel a été réalisée avec comme variable expliquée la performance, et comme variables explicatives la concentration du capital et la propriété étrangère.

2.3.1. Modèle théorique

La performance des entreprises est appréhendée dans la présente étude par le Q de Tobin qui permet d’apprécier la valeur de marché des entreprises cotées. Elle est mise en relation avec la structure de propriété des entreprises, appréhendée par la concentration du capital et la présence d’actionnaires étrangers dans la structure de propriété. Une relation linéaire a été privilégiée pour expliquer l’influence de la structure de propriété des entreprises cotées sur la performance de ces entreprises. Le modèle théorique retenu a la structure suivante :

$$y_{it} = \alpha + X_{it}\beta + \varepsilon_{it},$$

avec pour équation théorique :

$$Q_TOBIN_{it} = \alpha + \beta_{HERF}HERF_{it} + \beta_{ACT1}ACT1_{it} + \beta_{ACT2}ACT2_{it} + \beta_{ACT3}ACT3_{it} + \beta_{ETR}ETR_{it} + \beta_{RISQ}RISQ_{it} + \beta_{TAIL}TAIL_{it} + \beta_{ENDT}ENDT_{it} + \varepsilon_{it}.$$

2.3.2. Tests de spécification

Afin de vérifier l’homogénéité du panel, plusieurs tests sont effectués, en l’occurrence les tests d’indépendance individuelle et le test de stationnarité. Etant donné que la structure des données montre que la dimension individuelle est plus importante que la dimension temporelle, les tests adaptés sont ceux de Pesaran et de Frees. Les résultats montrent que les individus sont dépendants vu que l’hypothèse nulle d’indépendance individuelle est bilatéralement rejetée pour les deux tests (tableau 2).

Tableau 2. Test d’indépendance

Test	Statistique	P-value
CD test de Pesaran	16,082	0,0000
Test de Frees	2,175	0,01

Source : A partir de nos données

Le nombre d’entreprises étant plus important que celui des années et vu l’existence d’une dépendance entre les individus, des tests de seconde génération sont retenus pour étudier la stationnarité des variables. Comme résultats, l’on remarque que toutes les variables à l’exception des variables de contrôle, sont stationnaires (tableau 3).

Tableau 3. Test de stationnarité

Variabes	Résultat
Q de Tobin	I (1)
Indice de Herfindahl	I (1)
Pourcentage d'actions détenu par le premier actionnaire	I (1)
Pourcentage d'actions détenu par le second actionnaire	I (1)
Pourcentage d'actions détenu par le troisième actionnaire	I (1)
Pourcentage de détention pour les actionnaires étrangers	I (1)
Taille	I (0)
Risque	I (0)
Endettement	I (0)

Source : A partir de nos données

L'homogénéité du panel est vérifiée grâce au test d'homogénéité (tableau 4) de la pente de Pesaran et Yamagata (2008). Il ressort des résultats que le panel est hétérogène.

Tableau 4. Test d'homogénéité

Test	Delta
Test d'homogénéité de la pente de Pesaran et Yamagata (2008)	-4,321 (0,000)

Source : A partir de nos données

Les relations entre les séries temporelles du panel sont appréciées par le biais de tests de cointégration, d'hétéroscédasticité, de corrélation sérielle et de Hausman dans le cadre du présent modèle. Les résultats (tableau 5) montrent respectivement que le panel est cointégré, hétéroscédastique et qu'il existe une autocorrélation des résidus à l'ordre 1. Les résultats du test de Hausman suggèrent par ailleurs un modèle à effets fixes qui souffre d'endogénéité mais on ne dispose d'aucun instrument. Etant données les autres contraintes du panel, la régression par moindres carrés généralisés reste la mieux adaptée cependant (Baltagi, 2008).

Tableau 5. Relations entre les séries temporelles du panel

Tests	Statistique	P-value
Test de cointégration		
Westerlund (Ha : quelques panels sont cointégrés)	19,1182	0,0000
Westerlund (Ha : tous les panels sont cointégrés)	7,1499	0,0000
Test d'hétéroscédasticité		
Test de Wald modifié pour l'hétéroscédasticité de groupe	Chi2 (20) = 2417,83	0,0000
Test de corrélation sérielle (autocorrélation des résidus)		
Test de Wooldridge pour l'autocorrélation en données de panel	F (1,19) = 26,195	0,0001
Test de Hausman		
Test de Hausman	Chi2 (10) = 6,58	0,0011

Source : A partir de nos données

3. Résultats et discussion

Les résultats obtenus de la régression économétrique par les moindres carrés généralisés sont analysés en considérant les résultats des travaux antérieurs présentés et la théorie de l'agence comme évoquée dans l'étude.

3.1. Structure de propriété et performance des entreprises cotées

Les résultats de la régression de la performance des entreprises sur leur structure de propriété sont présentés dans le tableau 6. Ces résultats montrent que l'indice de concentration de Herfindhal, les pourcentages d'actions détenus par le premier actionnaire, le deuxième actionnaire et les actionnaires étrangers présentent tous des coefficients significatifs. Ainsi, l'indice de Herfindhal a une relation significativement négative avec la performance des entreprises cotées, au seuil de 10 %. Plus les entreprises cotées ont leur capital concentré, moins celles-ci sont performantes. Par ailleurs, plus le capital des entreprises est concentré dans les mains des premiers et deuxièmes actionnaires, plus ces entreprises sont performantes selon les coefficients significativement positifs au seuil respectifs de 10 % et de 5 %. La présence d'un actionnariat étranger influence positivement au seuil de 5 % la performance des entreprises. Les résultats montrent par ailleurs que le pourcentage de parts détenu par le troisième actionnaire n'a pas d'influence sur la performance des entreprises étudiées.

Tableau 6. Résultats de l'estimation

Panel hétéroscédastique avec dépendance interindividuelle et autocorrélation sérielle à l'ordre 1			
Statistique de Wald : Chi2 (10) = 107,68 ---- P-value = 0,0000			
Variables explicatives du Q de Tobin	Coefficient	P-value	Interprétation
Indice de Herfindahl	-0.388	0,051	Significatif au seuil de 10%
Pourcentage d'actions détenu par le premier actionnaire	1,148	0,072	Significatif au seuil de 10%
Pourcentage d'actions détenu par le second actionnaire	1,237	0,015	Significatif au seuil de 5%
Pourcentage d'actions détenu par le troisième actionnaire	-0,255	0,665	Non-significatif
Pourcentage de détention pour les actionnaires étrangers	0,48	0,011	Significatif au seuil de 5%
Taille	-0,096	0,209	Non-significatif
Risque	0,057	0,000	Significatif au seuil de 1%
Endettement	0,023	0,941	Non-significatif
Constante	2,933	0,129	Non-significatif

Source : A partir de nos données

3.1.1. Concentration de capital et performance des entreprises

Les résultats de la régression par les moindres carrés généralisés donnent que la performance des entreprises cotées ivoiriennes est significativement associée à la concentration du capital de ces entreprises. En effet, les variables HERF, ACT1 et ACT 2 présentent toutes des coefficients significatifs quoique de signe différents pour la variable HERF. Le signe négatif de la variable HERF peut être expliqué théoriquement par le phénomène d'enracinement des actionnaires majoritaires comme le stipule Demsetz (1983). En effet, dans le cadre de la théorie de l'agence, la concentration du capital devrait favoriser l'amélioration de la performance de l'entreprise par le biais de contrôle plus accru dans le sens de la discipline des dirigeants. Cependant, l'actionnariat majoritaire peut user de sa position pour bénéficier au mieux de la richesse générée au détriment des actionnaires minoritaires. Cette situation induit un comportement d'enracinement de l'actionnariat majoritaire pouvant influencer négativement la performance de l'entreprise (Shleifer et Vishny 1997, cités par Mard, Marsat et Roux, 2014).

Le signe positif des variables ACT1 et ACT2 exprime l'influence de la présence d'actionnaires majoritaires sur la performance des entreprises étudiées. Ce résultat illustre bien les prédictions de la théorie de l'agence qui soutient que les actionnaires majoritaires ont tendance à exercer un contrôle plus accru sur les dirigeants donc sur la gouvernance avec pour corollaire

l'amélioration de la performance des entreprises. La combinaison du signe négatif de la relation entre la variable HERF et la performance, et les signes positifs des variables ACT1 et ACT2 sont à expliquer en se référant à la volonté d'expropriation des actionnaires majoritaires au détriment des actionnaires minoritaires. Ces résultats pourraient suggérer l'existence de seuil au delà duquel la performance peut être négative. Shleifer et Vishny (1986), Ducassy et Guyot (2017) trouvent les mêmes résultats dans leurs contextes d'étude respectifs.

3.1.2. Propriété étrangère et performance des entreprises

Les résultats de l'étude montrent que le pourcentage de participation détenu par les actionnaires étrangers a une influence significative et positive au seuil de 5 % sur la performance des entreprises cotées à la BRVM. Ce résultat est le même dans plusieurs contextes en Afrique. C'est le cas de l'Égypte (Azzam et al., 2013) ; du Ghana, du Kenya et du Zimbabwe (Ramachandran et Shah, 2000) ; du Nigéria (Uwalomwa et Olamide, 2012) ; du Cameroun (Onomo et Fall, 2019) et des travaux de Foster-McGregor et al. (2015) dans le cadre de 19 pays d'Afrique subsaharienne. Dans le cadre du Cameroun, l'influence positive de l'actionnariat étranger sur la performance des entreprises se matérialise dès lors que la part de capital détenu est supérieure ou égal à 25 %. Cette précision est proche des résultats dans le cadre des entreprises au Ghana, au Kenya, au Zimbabwe comme dans le cadre de la BRVM, où les entreprises sont majoritairement détenues par les actionnaires étrangers. Cette situation matérialise bien les prédictions de la théorie de l'agence qui soutient que la présence d'actionnaires étrangers favorise une amélioration de la gouvernance des entreprises et de fait, leur performance. Ce résultat obtenu dans le cadre de la BRVM et dans plusieurs cadres d'étude semble indiquer l'importance de l'investissement étranger comme levier de performance des entreprises.

Conclusion

La performance des entreprises cotées sur le marché financier régional est influencée par la présence d'actionnaires majoritaires ou de blocs importants d'actionnaires. En outre, la présence d'actionnaires étrangers améliore la performance de ces entreprises. Ces résultats sont bien conformes à la théorie financière et laissent entrevoir un comportement d'expropriation de la richesse de l'actionnariat majoritaire, ici, actionnariat étranger, au détriment des blocs d'actionnaires moins importants. Cette situation sur le marché financier régional devrait certainement être considérée pour mieux réguler à un niveau institutionnel, les pratiques de

gouvernance surtout dans les entreprises contrôlées par des investisseurs étrangers. Par ailleurs, pour cerner davantage la relation entre la structure de propriété et la performance des entreprises, l'on pourrait reconsidérer des relations non linéaires ou adopter d'autres approches, en l'occurrence, qualitatives pour apprécier comment les pratiques de gouvernance influencent la performance des entreprises.

Références

- Andow, A., H., Bature, B., M. (2016). Ownership structure and the financial performance of listed conglomerate firms in Nigeria. *The Business and Management Review*, 7(3), 231-240.
- Azzam, I., Fouad, J., & Ghosh, D. K. (2013). Foreign ownership and financial performance: evidence from Egypt. *International Journal of Business*, 18(3), 232.
- Baltagi, B. H. (2008). Forecasting with panel data. *Journal of forecasting*, 27(2), 153-173.
- Berle, A., Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. New York, The Macmillan Company, 420 p.
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of corporate finance*, 7(3), 209-233.
- Demsetz, H., Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Cases and consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
- Demsetz. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 375-390.
- Douma, S., George, R., et Kabir, R. (2006). Foreign and domestic ownership, business groups, and firm performance: Evidence from a large emerging market. *Strategic management journal*, 27(7), 637-657.
- Ducassy, I., et Guyot, A. (2017). Complex ownership structures, corporate governance and firm performance: The French context. *Research in International Business and Finance*, 39, 291-306.
- Foster-McGregor, N., Isaksson, A., et Kaulich, F. (2015). Foreign ownership and labour in Sub-Saharan African firms. *African Development Review*, 27(2), 130-144.

- Han, K. C., et Suk, D. Y. (1998). The effect of ownership structure on firm performance: Additional evidence. *Review of Financial Economics*, 7(2), 143-155. Holdemess, Kroszner et Sheehan (1999).
- Hill, C. W., et Snell, S. A. (1988). External control, corporate strategy, and firm performance in research-intensive industries. *Strategic management journal*, 9(6), 577-590.
- Jensen, M. C., et Meckling, W. H. (2019). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Corporate Governance* (pp. 77-132). Gower.
- Kaplan, S. N., et Minton, B. A. (1994). Appointments of outsiders to Japanese boards: Determinants and implications for managers. *Journal of financial economics*, 36(2), 225-258.
- Konarasinghe, W. G. S., et Pathirawasam, C. (2013). Modeling stock returns and trading volume of Colombo Stock Exchange.
- Leech, D., et Leahy, J. (1991). Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies. *The Economic Journal*, 101(409), 1418-1437.
- Lehmann, E., et Weigand, J. (2000). Does the governed corporation perform better? Governance structures and corporate performance in Germany. *Review of Finance*, 4(2), 157-195.
- López-Iturriaga, F. J., et Rodríguez-Sanz, J. A. (2012). Ownership structure, financial decisions, and institutional setting: an international analysis through simultaneous equations. *Economics Research International*, 2012.
- Madani, W. E., et Khlif, W. (2010). Effets de la structure de propriété sur la performance des entreprises tunisiennes. *La Revue des Sciences de Gestion*, (3), 63-70.
- McConnell, J. J., et Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial economics*, 27(2), 595-612.
- Morck, R., Nakamura, M., et Shivdasani, A. (2000). Banks, ownership structure, and firm value in Japan. *The Journal of Business*, 73(4), 539-567.
- Morck, R., Shleifer, A., et Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, (20), 293-315.

Mard, Y., Marsat, S., et Roux, F. (2014). Structure de l'actionnariat et performance financière de l'entreprise: le cas français. *Finance Contrôle Stratégie*, (17-4).

Onomo, M. B., Ayou Bene, M., et Fall, F. (2019). Propriété étrangère, investissement et performance des entreprises en Afrique: cas du Cameroun. *Management international/International Management/Gestión Internacional*, (23), 159-171.

Pathirawasam, C., et Wickremasinghe, G. (2012). Ownership concentration and financial performance: the case of Sri Lankan listed companies. *Corporate ownership and control*, 9(4), 170-177.

Pesaran, M. H., et Yamagata, T. (2008). Testing slope homogeneity in large panels. *Journal of econometrics*, 142(1), 50-93.

Ramachandran, V., et Shah, M. K. (1998). Firm performance and foreign ownership in Africa: evidence from Zimbabwe, Ghana and Kenya. *RPED paper*, 81(1), 1-30.

Shleifer, A., et Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy*, 94(3, Part 1), 461-488.

Short, H., et Keasey, K. (1999). Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from the UK. *Journal of corporate finance*, 5(1), 79-101.

Uwalomwa, U., Olamide, O. (2012). An empirical examination of the relationship between ownership structure and the performance of firms in Nigeria. *International Business research*, 5(1), 208-215.