

CONFIGURATION ACTIONNARIALE ET RENTABILITE DES PME AU CAMEROUN

SHAREHOLDER STRUCTURE AND PROFITABILITY OF SMES IN CAMEROON

Hugues Anicet KOMBOU

Docteur ès Sciences de Gestion
Faculté des Sciences Economiques et de Gestion
Université de Yaoundé II –Cameroun
hugkombou@gmail.com

Robert WANDA

Professeur Titulaire CAMES ès Sciences de Gestion
Faculté des Sciences Economiques et de Gestion
Université de Dschang-Cameroun
Wandarobert64@gmail.com

Cédric Emmanuel MOUNGAM

Doctorant en Sciences de Gestion
Laboratoire d'Economie et de Management Appliqué
Faculté des Sciences Economiques et de Gestion Appliquée
Université de Douala-Cameroun
moungamcedric@gmail.com

Date de soumission : 01/02/2021

Date d'acceptation : 17/03/2021

Pour citer cet article :

KOMBOU H. & All (2021) «CONFIGURATION ACTIONNARIALE ET RENTABILITE DES PME AU CAMEROUN », Revue Internationale des Sciences de Gestion «Volume 4 : Numéro 2 » pp : 1-25.

Résumé

Cette recherche analyse l'influence de la configuration actionnariale sur la rentabilité des PME en absence de marché financier. Pour parvenir à un tel projet, nous avons par choix raisonné retenu un échantillon de 40 PME et utilisé des données secondaires sur un panel de 5 exercices allant de 2015 à 2019 issues des Déclarations Statistiques et Fiscales de ces entreprises. La méthode des moments généralisés sur panel nous a permis de traiter les données collectées. Il ressort des résultats qu'une forte diffusion de l'actionnariat est un obstacle à la rentabilité de l'entreprise. La concentration du capital entre les mains des étrangers n'a pas d'influence sur la performance financière des PME au Cameroun. Confirmant ainsi la thèse de la neutralité défendue par Demsetz et Lehn (1983). S'agissant de la propriété familiale, il en résulte un effet controversé sur la performance financière des PME : d'une part, la confirmation de la thèse de l'enracinement de l'actionnaire familiale avec le ROA, et d'autre part, la validation à la thèse de l'alignement avec le ROE. Accentuant ainsi la controverse qui existe au sujet de la création ou de la destruction de valeur induite par l'actionnariat familial (Bauweraerts et Colot, 2013).

Mots-clés : Configuration actionnariale ; l'enracinement ; l'alignement ; rentabilité ; Performance

Abstract

This research analyzes the influence of shareholder configuration on the profitability of SMEs in the absence of a financial market. In order to carry out such a project, we have by reasoned choice selected a sample of 40 SMEs and used secondary data on a panel of 5 fiscal years from 2015 to 2019 from the Statistical and Fiscal Declarations of these companies. The method of generalized moments on panel allowed us to process the collected data. The results show that a strong diffusion of shareholding is an obstacle to the profitability of the company. The concentration of capital in foreign hands has no influence on the financial performance of SMEs in Cameroon. This confirms the neutrality thesis defended by Demsetz and Lehn (1983). With regard to family ownership, this has a controversial effect on the financial performance of SMEs: on the one hand, it confirms the thesis of the rooting of the family shareholder with the ROA, and on the other hand, it validates the thesis of alignment with the ROE. Thus accentuating the controversy that exists about the creation or destruction of value induced by family shareholding (Bauweraerts and Colot, 2013).

Key-words : Shareholder configuration ; Rootedness ; Alignment ; Profitability ; Performance

INTRODUCTION

L'entreprise est envisagée par les théoriciens de l'agence comme étant un « nœud de contrats ». A côté de ces contrats, la propriété est également un attribut important et distinctif de la firme et de sa gouvernance. Mais force est de constater que le statut de la propriété de la firme est sujet à débats. De manière intuitive, la question qui se pose selon Aubert et al., (2016), est celle de l'identification à la fois des possédants et de l'objet possédé. Ainsi, dans le paradigme des droits de propriété (lequel demeure très influent tant en économie qu'en droit), les actionnaires sont considérés comme les propriétaires légitimes de la firme (voir Aglietta et Rébérioux, 2004) grâce à leurs titres de propriété. Selon les tenants de cette approche, l'efficacité économique des entreprises dépend étroitement de la structure des droits de propriété (Hart, 1989).

De ce fait, la performance d'une organisation demeure une préoccupation centrale pour la recherche en Sciences de Gestion. Nonobstant la pluralité des recherches consacrées à ce sujet, il n'est pas infructueux de s'intéresser une fois de plus à ses déterminants. L'intérêt que suscite ce travail réside en effet dans l'observation d'une disparité entre les performances des Petites et Moyennes Entreprises (PME) au Cameroun. De ce fait le présent travail vise à étudier dans le contexte camerounais, l'incidence de la diffusion du capital (l'actionnariat étranger, national et familial) sur la performance financière des PME. En effet, d'après le rapport du dernier recensement général des entreprises, réalisé par l'Institut National de la Statistique (INS, 2016), le tissu économique camerounais des entreprises est constitué des entreprises individuelles à 97% en 2016, et seulement à 3% des entreprises de forme sociétaire ou associative (SA, SARL, SUARL)¹.

Plusieurs travaux effectués dans différents contextes (Djoutsa Wamba et al., 2017 ; Mard et al., 2014 ; Ducassy et Montandrou, 2014 ; St Pierre et al., 2012 ; Wanda, 2001) se sont intéressés à la problématique de la performance des entreprises et ont mis en exergue différents facteurs explicatifs. Notamment les facteurs liés à l'environnement culturel et institutionnel, aux caractéristiques de l'actionnariat, à la disponibilité des moyens financiers et de la main d'œuvre qualifiée, à la puissance commerciale, à la Recherche Développement (R&D), à la capacité d'innovation, à l'utilisation de technologies de pointe et à l'importance

¹ Suivant le même rapport, les entreprises recensées sont majoritairement dirigées par les Camerounais. Ils sont suivis par les Nigériens (2,4%). Cette tendance subsiste pour, le principal dirigeant, où les camerounais sont majoritaires (96,1%), suivis des Nigériens (1,9%). En ce qui concerne le chiffre d'affaire moyen réalisé par ces entreprises, l'on peut remarquer cependant une baisse, soit 65,6 millions FCFA par entreprise en 2015 contre 116,0 millions en 2008 (Institut National de la Statistique du Cameroun, <http://www.statistics-cameroon.org>)

de l'actionnariat étranger dans le capital social, etc. De ces différents facteurs, cette étude s'intéresse à l'importance de la diffusion du capital social au sein de la PME. L'immersion du contexte camerounais semble intéressant en vertu des spécificités de l'environnement des entreprises camerounaises : un marché financier en gestation et embryonnaire (Wanda, 2001), car d'après cette auteur, dans un contexte sans marché financier comme au Cameroun, il s'est avéré que la performance, qu'elle soit globale ou focalisée sur la richesse des actionnaires, est indépendante de la structure financière ; aussi la présence élevée des entreprises individuelles, forte concentration du capital, forte présence des familles et des investisseurs institutionnels, tissu industriel faible, importance du secteur tertiaire, prédominance des TPE (76,1%), PE (19,4%), ME (1,3%), GE (0,2%).

L'absence de convergence dans les études empiriques sur le lien structure de propriété-performance est constatée dans l'analyse de la littérature : si certaines soutiennent la thèse de la neutralité (Demsetz, Lehn, 1985 ; Charreaux, 1991 ; Jacquemin, Ghellin, 1978...), d'autres sont, au contraire, favorables à la thèse de la non neutralité (Djelassi, 1996, Mourgues, 1987 ; Wanda, 2010 ; Djoutsa Wamba et al., 2017...). Si pour les grandes entreprises au Cameroun les effets positifs de la structure actionnariale sur la performance ont été reconnus (Djoutsa Wamba et al., 2017), cela n'est pas le cas pour les PME qui sont plus nombreuses, mais encore mal structurées tant sur le plan organisationnel que financier. A cet effet, la problématique à laquelle cette recherche s'efforce à apporter des réponses empiriques est la suivante : ***la configuration actionnariale des PME au Cameroun influence-t-elle leur rentabilité financière ?***

L'étude de l'incidence de la configuration actionnariale (entre actionnaires étrangers, nationaux et familiaux sur la performance la rentabilité financière des PME en contexte camerounais est l'objectif à atteindre. Ainsi, un échantillon de 40 PME installées au Cameroun choisi par une approche non probabiliste, est étudié à partir des informations recueillies de leurs Déclarations Statistiques et Fiscales (DSF) de cinq (05) exercices (2015, 2016, 2017, 2018, 2019), obtenues auprès de la Direction Générale des Impôts du Cameroun. Il s'est avéré que la diffusion du capital est préjudiciable à la performance financière de la PME, avec un effet nocif de la présence d'actionnaires étrangers dans le capital sur de la rentabilité financière. En outre, la thèse de la neutralité soutenue par Demsetz (1983) est respectée. Cependant, l'actionnariat familial est envisagé comme levier de la rentabilité financière des PME au Cameroun.

Avant de détailler la méthodologie suivie et les résultats obtenus, une présentation succincte du cadre théorique de l'étude est nécessaire.

1. Structure actionnariale et performance financière : une relation non mécanique selon la littérature

Il s'agit de mettre en exergue les écrits portant sur la compréhension du lien entre la structure de l'actionnariat et la performance financière de l'entreprise.

1.1 Concentration du capital étranger comme un levier mitigé de la performance financière

D'un point de vue théorique, l'analyse de la relation entre la concentration du capital et la performance de l'entreprise peut être vue au crible de la théorie de l'agence et de la théorie de l'enracinement. Sachant que la propriété concentrée est classifiée en trois groupes par Demsetz et Lehn (1985) : tous les investisseurs, les investisseurs institutionnels et les actionnaires appartenant à la famille fondatrice.

Partant des travaux fondateurs de Berle et Means (1932), un capital diffus entraîne un déficit de contrôle susceptible d'affecter la performance financière de l'entreprise. Contrairement à Beneish (1997), pour qui la concentration du capital entre les mains d'un petit nombre d'actionnaires entraîne un meilleur contrôle des dirigeants. D'après la théorie de l'agence, les actionnaires importants sont davantage incités à exercer un contrôle actif sur les dirigeants, ce qui permet de réduire les conflits entre les actionnaires et les dirigeants (Ducassy et Montandrou, 2014).

Cependant, les divergences d'intérêts et les conflits entre actionnaires majoritaires et actionnaires minoritaires (conflit d'agence de type II), sont souvent causées par une concentration de l'actionnariat. Situation pouvant conduire à l'enracinement de l'actionnaire de contrôle. Ce qui est chose préjudiciable à la performance de l'entreprise (Demsetz, 1983).

Nombreuses sont les recherches consacrées à l'étude du lien entre concentration de l'actionnariat et performance financière de l'entreprise. Il se dégage de ces études que l'effet de la concentration du capital sur la performance de la firme est théoriquement complexe et empiriquement ambigu (Madani et Khelif, 2010).

Des travaux de Hannan et Freeman (1977), il ressort que la performance des entreprises est particulièrement contrainte par l'environnement et les conditions d'exploitation de la firme. Dans ce cadre, Madani et Khelif (2010) énoncent le principe d'équivalence des structures de

propriété². D'après ces auteurs, la concentration du capital n'influence pas la performance de la firme. Le même constat est fait par (Demsetz et Lehn, 1985 ; Demsetz et Villalonga, 2001) en contexte américain, Charreaux (1991), Sahut et Gharbi (2010), en France et Welch (2003) en Australie.

A l'inverse, les travaux de Kirchmaier et Grant (2005) et Thomsen, Pedersen et Kvist (2006) mettent en évidence une relation négative entre concentration de l'actionnariat et performance, dans le contexte européen. Thomsen et al. (2006) constatent que le phénomène est surtout vrai lorsque le premier actionnaire détient plus de 10% du capital. Les résultats des études de Shabou (2003), Madani et Khlif (2010), en contexte tunisien, concluent également sur l'incidence non significative de la concentration du capital sur la performance. Néanmoins, Madani et Khlif (2010) précisent que la part du capital détenu soit par les entreprises tunisiennes, soit par des investisseurs étrangers ou encore par des investisseurs institutionnels n'a pas d'effet sur la performance mesurée par le ROA³ et le ROE⁴ qui sont des mesures purement comptables de la performance.

Par contre, les travaux de Shleifer et Vishny (1986) confirment l'effet de la structure de propriété sur la performance. Claessens et al. (2002) constatent ce lien en Asie, mais observent aussi un effet d'enracinement associé avec la détention de droits de vote plus élevés que la détention de capital. Boubakri et al. (2005), concluent à l'existence d'une relation positive sur un échantillon international et constatent que l'effet positif est plus net lorsque la protection des actionnaires minoritaires est plus faible. En Espagne, Alonso-Bonis et Andrés-Alonso (2007) notent un lien positif entre la concentration de l'actionnariat et la performance, surtout lorsque le contrôle est majoritaire. Cette littérature montre l'importance du rôle joué par les actionnaires de référence ou une coalition d'actionnaires sur la performance des entreprises.

La concentration de l'actionnariat est un élément favorable à l'exercice d'un contrôle efficace du dirigeant par les actionnaires. Cependant, d'après Loulid et El Khou (2020), dans une entreprise dont l'actionnariat est très dispersé, un actionnaire seul n'est pas incité à investir dans le contrôle de la gestion de l'entreprise dont il est actionnaire, car il supportera seul le

² Le principe d'équivalence de la structure de propriété fait référence à la thèse de la neutralité soutenue par Demsetz (1983), qui postule une relation non significative voire inexistante entre la concentration du capital et la performance de l'entreprise.

³ ROA : Return On Assets, ou rentabilité économique est un ratio qui mesure l'efficacité avec laquelle l'entreprise utilise ses actifs. Représente la rentabilité économique

⁴ ROE : Return On Equity, ou rentabilité financière c'est un ratio qui mesure l'efficacité avec laquelle l'entreprise utilise les fonds propres qui lui sont confiés par les actionnaires. Représente la rentabilité financière

coût de contrôle alors que l'ensemble des actionnaires et partenaires bénéficieront des résultats de cette action. Au contraire, un actionnaire détenant une part significative du capital d'une entreprise est apparemment fortement incité à exercer un contrôle de la gestion de cette entreprise du fait qu'il s'appropriera une part considérable des bénéfices supplémentaires ainsi dégagés. De ce fait, plus l'actionnariat est dispersé, et moins les actionnaires sont enclins à investir dans le contrôle et plus les coûts d'agence seront potentiellement élevés, ce qui risquera d'affaiblir la performance financière de l'entreprise (Ginglinger, 2002). C'est fort de cet argument que nous émettons l'hypothèse selon laquelle :

H1 : la diffusion du capital influencerait négativement la rentabilité de la PME au Cameroun.

Toutefois, avant d'évoquer empiriquement l'effet de la concentration du capital entre les mains des actionnaires étrangers dans les PME au Cameroun, il convient de rassurer au préalable de la présence des actionnaires étrangers dans la structure actionnariale des PME au Cameroun et de l'effet que cette prise de participation peut avoir sur la performance financière de ces dernières (Mathieu et Chopra, 2003 ; Fontagné et Toubal, 2010 ; Gazaniol ; 2012). Si l'on se réfère au cas de la grande entreprise, il faut remarquer que la prise de participation des étrangers dans l'entreprise apporte la transparence des résultats de l'action entreprise, l'implication des dirigeants, la réduction du nombre de mandats d'administrateurs, le dialogue entre ces derniers et les dirigeants, ainsi que tout autre dispositif qui accroît la prise en compte des intérêts des actionnaires (Baudru et Kechidi, 1998). La vérification de cet effet dans le cadre de la PME en contexte d'absence de marché financier viable semble pertinente. C'est ainsi que cette étude formule l'hypothèse selon laquelle :

H2 : La présence d'actionnaires étrangers dans le capital social de la PME au Cameroun influencerait positivement sa rentabilité financière.

Au Cameroun, la problématique de l'influence de la concentration du capital étranger sur la performance de l'entreprise n'a que très peu retenu l'attention des chercheurs. A notre connaissance, seules les études de Wanda (2001) et Djoutsa Wamba et al., (2017) qui se sont intéressées à l'influence des investissements directs étrangers sur la performance des entreprises au Cameroun. Il ressort de ces études que la concentration du capital étranger influence positivement la performance des entreprises. La présente étude se distingue de ces dernières par le fait qu'elle a pour champ d'étude la PME, au lieu de la grande entreprise.

Avec l'absence d'un marché financier viable, impliquant moins de dettes, plus de concentration du capital pour un contrôle en interne, conformément aux prévisions des théories de l'agence, des droits de propriété et des signaux (Wamba, 2010), l'idée selon laquelle un rapport de force favorable aux investisseurs étrangers créerait les conditions d'une croissance plus forte, nous conduit à émettre l'hypothèse suivante :

H3 : Il existerait une relation positive entre la concentration du capital étranger et la rentabilité financière des PME au Cameroun.

1.2 L'actionnariat familial : une assurance relative de la performance financière pour la PME au Cameroun

L'une des formes d'actionnariat les plus répandues dans le monde est familial (La Porta et al. 1999). L'actionnariat familial concerne autant les PME que les grandes entreprises cotées. Comme pour la concentration du capital, l'actionnariat familial exerce en théorie un effet équivoque sur la performance. Selon la théorie de l'alignement, l'actionnaire familial va privilégier les décisions créatrices de valeur à long terme. Cet horizon à long terme vaut également dans les relations avec les salariés et les autres parties prenantes. Par ailleurs, la théorie d'agence (Berle et Means, 1932 ; Jensen et Meckling, 1976), nous apprend qu'au sein des sociétés familiales, l'alignement des intérêts entre dirigeants et actionnaires se fonde sur des objectifs à long terme (pérennité), et sur la préservation de la réputation et du patrimoine familial ce qui peut conduire à une meilleure performance. De ce fait, l'implication des membres de la famille au sein de la gouvernance permet de privilégier la pérennité, et d'obtenir de meilleures performances financières par rapport aux sociétés non familiales (Azzouzi et Haoudi, 2020). L'actionnaire familial est ainsi soucieux de sa réputation, et sera donc moins incité à s'attribuer des bénéfices privés au détriment des actionnaires minoritaires. Dans une récente étude, Azzouzi et Haoudi (2020), ont par ailleurs confirmé l'importance des entreprises familiales dans le tissu économique régional et national en leur prêtant des atouts certains : un taux de défaillance plus faible, de meilleures performances financières et une meilleure capacité à résister en temps de crise.

En effet, de nombreuses recherches ont également abouti à la démonstration d'une relation positive entre le niveau de performance des entreprises et leur caractère familial en utilisant différentes mesures pour la rentabilité. Ainsi, Charreaux (1991) montre que la structure de propriété des entreprises familiales avait un impact sur la rentabilité économique mesurée par

le Q de Tobin. Coleman et Carsky (1999) à leur tour révèlent des ratios de rentabilité économique (ROA) et financière (ROE) des entités familiales supérieurs à ceux des entités non familiales. Le même constat est également opéré par King et Santor (2008) au Canada, Barontini et Caprio (2006) ; Margaritis et Psillaki (2010), qui constatent une performance financière plus élevée parmi les sociétés familiales françaises. Selon Allouche et Amann (1998), la confiance constituerait un facteur explicatif essentiel de la performance des firmes familiales. Cette confiance s'exercerait aussi bien dans les relations entre dirigeants et salariés au sein de l'entreprise familiale, que dans les relations entre l'entreprise familiale et ses parties prenantes.

En revanche, selon la théorie de l'enracinement, les actionnaires familiaux peuvent souhaiter conserver le pouvoir pour en retirer des bénéfices personnels. Le refus de communiquer de façon transparente, ou de mettre en place des structures de gouvernance efficaces (séparation du poste de président et de directeur général, indépendance des administrateurs) est un moyen pour l'actionnaire familial de s'enraciner. A l'exemple, Gomez-Mejia, Tosi et Hinkin (1987) ; et Donckels et Fröhlich (1991) dont les résultats montrent que les entreprises familiales adoptaient une approche beaucoup plus conservatrice, moins innovante, moins active et moins axée sur le développement par rapport aux entreprises non familiales. Dans le même ordre d'idée, Sciascia et Mazzola (2008), privilégient les entreprises non familiales. Leurs résultats suggèrent que la propriété familiale a eu une influence négative sur la performance de la société en raison du manque de compétences professionnelles générales des propriétaires de la famille et des conflits entre gestionnaires de la famille à des fins non financières.

En conclusion, les recherches empiriques semblent indiquer une relation contrastée entre actionnariat familial et performance financière. C'est de cette ambiguïté que l'hypothèse suivante est formulée :

H4 : L'actionnariat familial influencerait positivement la rentabilité des PME au Cameroun.

2 Cadre méthodologique de l'étude

Afin de tester les hypothèses émises dans le cadre de cette recherche, il est choisi d'adopter une posture épistémologique positiviste, basée sur une approche quantitative. Etant donné que le souhait est de confronter des postulats théoriques à la réalité du terrain. Cette approche semble appropriée dans le cadre de cette étude car, son objectif est avant tout de mesurer, de quantifier et de permettre de généraliser les résultats à partir de l'échantillon de la population

concernée. Le cadre méthodologique permettra de présenter successivement la constitution de l'échantillon, la mesure des variables, le modèle d'étude utilisé, les caractéristiques de l'échantillon et les méthodes statistiques mobilisées.

Les données sur l'actionnariat des PME ont été collectées à partir des rapports annuels ou des documents de référence tels que les Déclarations Statistiques et Fiscales (DSF), obtenues auprès de la Direction Générale des Impôts du Cameroun (DGI) et de l'Institut national de la Statistique (INS). La collecte manuelle des données à partir des rapports annuels a contraint à limiter la période d'étude à 5 exercices (2015-2019) et l'échantillon des PME à 40. Sur cet effectif de PME, neuf (09) sont des entreprises appartenant aux investisseurs étrangers, une entreprise est à capital mixte, mais à majorité camerounaise et le reste des trente (30), sont des entreprises camerounaises. Le choix des entreprises retenues dans cet échantillon est guidé par la disponibilité et la complétude des données nécessaires à la réalisation de cette étude. L'exploitation de cette base de données a permis d'avoir les informations sur la structure du capital des PME (la part du capital détenue par les étrangers, et les familles, le nombre d'actionnaires), la rentabilité, la productivité, le chiffre d'affaires, l'effectif du personnel et bien d'autres variables.

2.1 Variables de l'étude

Cette étude est structurée autour d'une variable dépendante ou expliquée et de trois variables indépendantes ou explicatives (tableau 1).

PERF : Afin de mesurer la performance de l'entreprise qui est la variable expliquée de cette étude, l'on a utilisé deux variables d'ordre comptable à savoir : le rendement sur actif (ROA) mesurant la rentabilité économique, le rendement sur les capitaux propres (ROE) mesurant à son tour la rentabilité des fonds propres de la firme. Ces mesures ont été adoptées grâce à leur capacité à capter la performance dans un contexte d'absence de marché financier (Wanda, 2007), aussi parce que les indicateurs comptables mesurent la performance à posteriori, puisqu'ils font référence aux données comptables et donc régie par un cadre légal (Aamoum et Gbaoui, 2020). En ce qui concerne l'indicateur d'activité, il est retenu le nombre d'emplois rémunérés par entreprise (EFF). Pour ce qui est des variables explicatives, l'on a mobilisé.

CONKE : désigne la concentration du capital étranger. Elle est mesurée par le capital détenu par les actionnaires étrangers dans le capital de l'entreprise. C'est une variable nominale prenant la valeur 0 si pas d'investissements étrangers, 1 si l'investissement étranger varie

entre 0 et 10 %, 2 s'il varie entre 10 et 25 %, 3 s'il varie entre 25 et 50 %, 4 s'il varie entre 50 et 75 % et 5 si l'investissement étranger est au-delà de 75 % (Djoutsa Wamba *et al*, 2017).

ACTE : désigne la présence d'actionnaires étrangers. C'est une variable dichotomique prenant la valeur 1 si au moins un étranger est actionnaire dans l'entreprise et 0 dans le cas contraire.

ACTF : représente l'actionnariat familial c'est-à-dire la part du capital des principaux actionnaires de plus de 30% suivant la définition de l'entreprise familiale de Charreaux et Pitol-Belin (1989)⁵.

ACTN : représente l'actionnariat national. Elle est définie comme une variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'actionnaire majoritaire est un national et 0 dans le cas contraire.

TAIL : Taille de l'entreprise, est une variable de contrôle, la prise en compte des effets de taille s'avère indispensable pour une vision comparative de la performance strictement financière des entreprises et, par extension, de la création de richesse. Une taille réduite peut en effet entraîner un plus grand contrôle des actionnaires sur les actions des gérants. La variable de taille a été opérationnalisée par le logarithme des actifs totaux (période 2015-2019) (Alim et Tsapi, 2019).

Le tableau 1 fait une synthèse des variables de l'étude et leurs mesures

Tableau 1. Tableau récapitulatif des variables

Variables	Définitions et mesures
ROA	Rentabilité des actifs : Excédent Brut d'Exploitation / Total actif
ROE	ROE = Résultat net de l'exercice/Capitaux propres.
ACTN	Pourcentage d'actions détenu par l'actionnariat national
EFF	Nombre d'employés rémunéré = Variable discrète
CONKE	Pourcentage d'actions détenu par l'actionnariat étranger
ACTF	Pourcentage d'action détenu par l'actionnariat familial
ACTE	Variable binaire égale à 1 si présence d'au moins un actionnaire étranger, 0 sinon
TAIL	Taille mesurée à partir du logarithme népérien du total des actifs

⁵ La définition de l'entreprise familiale passe par un critère quantitatif différent en retenant les sociétés dont plus de 50 % des actions ou parts sont détenus par un groupe familial. D'autre part, les sociétés dont près de 30 % du capital sont détenus par la famille sans autre actionnaire important ayant plus de 10 % du capital (Charreaux et Pitol-Belin, 1989)

Source : auteurs

Les résultats de la statistique descriptive sont mise en évidence dans le tableau n°2 suivant

Tableau 2 : Statistiques descriptives

VARIABLES	N	Mean	Sd	Min	Max
Nbreactionnaires	204	2.127	2.389	1	14
ACTN	204	0.938	0.210	0	1
CONKE	204	0.0723	0.215	0	1
EFF	141	7.291	8.379	1	44
ACTF	204	0.877	0.204	0.320	1
ACTE	204	0.902	0.298	0	1
TAIL	170	17.10	2.533	8.151	21.46
ROA	112	-1.029	5.491	-43.07	3.653
ROE	168	0.384	4.086	-14.88	49.52

Source : Auteurs

Les résultats de l'analyse descriptive des variables montrent que les nationaux (ACTN) détiennent la majorité des parts des PME de l'échantillon avec un pourcentage de détention moyen de 93,8% de capitaux. Il ressort également de cette étude descriptive que la concentration du capital entre les mains des étrangers a une moyenne de 7,2%. Une moyenne qui s'explique par la faiblesse de détention des parts du capital par les investisseurs étrangers dans les PME, qui sont des petites entités commerciales et industrielles parfois mal structurées pour la plupart d'entre elle, contrairement aux grandes entreprises qui attirent de plus en plus les investisseurs étrangers (Djoutsa Wamba et al, 2017).

Au-delà de cette mesure de détention, l'on a cherché à mesurer le pourcentage de détention de différents types d'actionnaires identifiés, notamment l'actionnaire familiale (ACTF). Ainsi, la catégorie d'actionnaires la plus représentative de l'échantillon est familiale qui détient une moyenne de 87,7% des parts détenues par les actionnaires locaux.

2.2 Modèle d'estimation

Le modèle à estimer pour l'analyse de l'impact de la configuration actionnariale sur la performance des entreprises se présente sous la forme suivante : n i it

$$Perf_{it} = \beta_0 + \beta_1 D_{it} + \sum_{t=2}^n \beta_{it} X_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it}$$

Où (i) désigne l'entreprise étudiée et (t) fait référence à la période d'analyse (temps). La variable dépendante du modèle est le ratio de performance (ROE ou ROA). Par ailleurs, X_{it} représente le vecteur des variables explicatives.

L'effet individuel fixe relatif aux entreprises est représenté par le terme μ_i . Enfin le terme d'erreur, qui est supposé indépendant et identiquement distribué (i.i.d), est représenté par le terme (ε_{it}).

Les méthodes économétriques traditionnelles comme (MCO, effet fixe et moindres carrés quasi-généralisés) ne permettent pas d'obtenir des estimations efficaces d'un tel modèle étant entendu qu'il existe potentiellement une endogénéité du modèle. Alors, pour résoudre ce problème, il est considéré la mise en place de la méthode des moments généralisée sur panel (GMM) proposée par Arellano et Bond (1991), et développée plus tard par Arellano et Bover (1995) et Blundell et Bond (1998). Selon les défenseurs de cette méthode, elle permet d'apporter des solutions aux problèmes de biais de simultanéité, de causalité inverse (surtout entre l'endettement et la profitabilité) et des éventuelles variables omises. D'ailleurs, elle contrôle les effets spécifiques individuels et temporels.

En effet, la méthode des (GMM) permet de régler le problème d'endogénéité non seulement au niveau de la variable de l'endettement, mais aussi au niveau des autres variables explicatives par l'utilisation d'une série de variables instrumentales générées par les retards des variables. De plus, il faut ajouter que la méthode des (GMM) sur panel présente un autre avantage, elle génère les instruments à partir des variables explicatives ; ce qui n'est pas le cas des autres méthodes traditionnelles de variables instrumentales comme (2SLS et 3SLS), qui nécessitent le choix de variables instrumentales théoriques corrélées avec les variables explicatives et non corrélées avec le résidu, ce qui est difficile à trouver.

3 Résultats de l'étude

La présentation et la discussion des résultats de l'étude est faite suivante l'ordre des hypothèses.

3.1 Relations entre les variables de l'étude

De l'analyse du tableau de corrélation, il apparaît une relation positive, mais non significative entre les mesures de performance (ROA1 et ROE 1) et le part d'actions détenue par les

nationaux (ACTN), le pourcentage des actions détenues par les étrangers (ACTE). La corrélation entre ROE1 et ROA1 traduit l'effet vertueux de l'endettement. En outre, les résultats montrent que la taille (TAIL) et l'effectif des employés recevant un salaire régulier (EFF) ont un effet positif et significatif sur le rendement sur actif et les capitaux propres. La concentration étrangère du capital est incompatible avec l'actionnariat national.

Par contre, le lien semble négatif et non significatif entre les mesures de la performance et la concentration du capital étranger (CONKE). Pour ce qui est de la variable pourcentage d'action appartenant aux familles (ACTF), l'on constate un effet négatif et non significatif avec le rendement des actifs (ROA). L'effet négatif disparaît et devient positif sans toutefois être significatif avec les capitaux propres (ROE).

Par ailleurs, plusieurs variables explicatives sont corrélées entre elles, ainsi le pourcentage des actions détenues par les étrangers (ACTE) est corrélé positivement avec l'effectif des employés de l'entreprise (EFF) à un seuil de significativité de $p < 0.1$, la significativité augmente à un seuil de $p < 0.01$ avec la part des actions détenue par les familles (ACTF). Egalement la variable taille de l'entreprise (TAIL) est associée positivement et significativement à l'effectif (EFF). L'on note ainsi que la taille et l'effectif sont des catalyseurs de la rentabilité économique et financière. La croissance de la PME au Cameroun favorise la création de nouveaux emplois. La taille et l'effectif de la PME sont des catalyseurs de la rentabilité financière de ces entreprises.

Par contre, le pourcentage d'actions détenues par les actionnaires nationaux (ACTN) est négativement corrélé à un seuil de significativité de $p < 0.01$ avec la concentration du capital étranger (CONKE). Ainsi, la concentration du capital étranger est incompatible avec l'actionnariat national. L'effectif (EFF) est négativement corrélé avec la concentration du capital étranger à un seuil de $p < 0.1$.

Le tableau 3 présente les différentes corrélations entre les variables de l'étude.

Tableau 3 : Matrice des corrélations entre les variables

	(1) ROA1	ROE1	ACTN	CONKE	EFF	ACTF	ACTE	TAIL
ROA1	1							
ROE1	0.497***	1						
ACTN	0.00125	0.0860	1					

CONKE	-0.0263	-0.111	-0.966***	1				
EFF	0.463***	0.596***	0.163	-0.207*	1			
ACTF	-0.109	0.110	-0.124	0.00318	-0.0569	1		
ACTE	0.101	0.113	-0.108	-0.0231	0.222*	0.741***	1	
TAIL	0.338***	0.373***	-0.114	0.0777	0.432***	-0.0799	-0.0141	1

Source : Auteurs

Afin de vérifier nos hypothèses, il convient de procéder à une estimation économétrique issue de la régression par le modèle des moments généralisés en panel qui va permettre d'obtenir parmi les variables de l'étude celles qui contribuent à la performance des PME au Cameroun.

3.2 La dispersion du capital : un fléau pour la rentabilité économique et financière des PME au Cameroun

De l'estimation du modèle économétrique par la méthode des moments généralisés en panel, les résultats montrent une relation négative forte entre le nombre d'action et les deux mesures de la performance financière (*HI*). Ainsi, plus la taille des actions est faible, plus les entreprises enregistrent une performance positive. La taille et l'effectif du personnel sont donc des catalyseurs des rentabilités économique et financière des PME au Cameroun. De façon générale, la concentration du capital est une source de rentabilité des actifs et du capital. Ceci conforte les prévisions de Jensen et Meckling (1976) selon lesquelles la diffusion du capital n'est favorable qu'en présence d'un marché financier très actif (cas des Etats-Unis d'Amérique) et la concentration⁶ en cas de marché peu actif (cas de l'Europe continentale) ou à l'extrême de l'absence de ce marché (cas du Cameroun). De ce fait, l'on peut conclure avec Wanda (2007) que la performance de l'entreprise au Cameroun est positivement sensible à une forte concentration du capital suivant la théorie positive de l'agence (Jensen et Meckling,

⁶ Mtanios et Paquerot, (1999) montrent que la concentration est un moyen de contrôle efficace car en cas de dispersion de l'actionnariat, dans le contexte français, les actionnaires individuels se comportent en passagers clandestins dans la mesure où seulement 4% se déplacent pour les assemblées générales et 43% d'entre eux votent par correspondance.

1976), qui montre que l'actionnariat diffus ne peut jouer un rôle positif sur la performance que si le marché financier est très actif⁷. L'hypothèse *H1* est ainsi validée.

Le tableau 4, présente les résultats de l'estimation du modèle économétrique de l'étude par la méthode des moments généralisés en panel.

Tableau 4 : Résultat de l'estimation du modèle économétrique

VARIABLES	(ROA)	(ROE)
	Model 1	Model 2
Nbre d'actionnaires	-4.494e+06** (1.802e+06)	-2.676e+06*** (1.006e+06)
ACTN	-1.061e+08 (9.399e+07)	-9.385e+06 (3.038e+07)
CONKE	-5.413e+07 (7.281e+07)	1.466e+07 (2.597e+07)
EFF	6.723e+06*** (2.203e+06)	4.252e+06*** (1.380e+06)
ACTF	-6.485e+07 (1.379e+08)	6.648e+07* (3.601e+07)
ACTE	4.010e+06 (6.390e+07)	-4.481e+07** (2.040e+07)
TAIL	6.497e+06*** (2.444e+06)	1.387e+06 (1.451e+06)
Constant	3.607e+07 (1.424e+08)	-4.265e+07 (5.538e+07)
Observations	74	74
R-squared	0.285	0.448

Robust standard errors in parentheses : *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Source : Auteurs

3.3 La présence d'actionnaire étranger dans le capital social : un effet négatif sur la performance des PME en contexte camerounais

Suite à l'analyse des résultats, l'on constate que la présence étrangère dans le capital social (ACTE) a un effet non significatif sur la performance de l'entreprise lorsque celle-ci est

⁷ Cette thèse est confirmée par Rajan et Zingales., (1995) : l'actionnariat diffus des entreprises américaines, anglaises et canadiennes s'accompagnent d'un marché financier très actif contrairement à la concentration de l'actionnariat des entreprises de l'Europe continentale et du Japon ayant des marchés peu actifs

captée par le rendement des actifs (ROA). Cependant, lorsque la performance de l'entreprise est mesurée par la rentabilité des capitaux propres (ROE), cet effet est négativement significatif au seuil de $p < 0.05$. De ces résultats l'on peut conclure à une validation négative de l'hypothèse *H2* de ce travail portant sur un effet positif de l'actionnariat étranger sur la performance des PME au Cameroun. Cette conclusion s'explique par le fait que les PME au Cameroun, pour la majorité, ne sont pas assez structurées et l'accès à l'information est très réduite dans ces entreprises, il existe un fort niveau d'asymétrie d'information contrairement à la grande entreprise. Ces actionnaires sont dans l'incapacité d'exercer un contrôle efficace et actif en opposition aux conclusions de Finet et al., (2011) et Carney, (1997) selon lesquelles les actionnaires étrangers disposent de coûts d'accès et de traitement de l'information réduits, ce qui leur permet d'éviter les entreprises avec un fort niveau d'asymétrie d'information (Finet et al., 2011) et d'exercer un contrôle plus efficace et plus actif que les autres catégories d'actionnaires (Carney, 1997).

Ainsi, la présence d'actionnaires étrangers détruit la valeur ou la richesse des actionnaires (le cas des joint-ventures avec les étrangers qui siphonnent les résultats à travers les contrats exclusifs).

3.4 .La concentration du capital étranger : un effet non significatif pour la performance financière des PME au Cameroun

Dans le cadre de cette étude, l'origine du capital est appréciée au travers de deux variables (la présence et la concentration du capital étranger dans le capital de la PME). Le présent point porte sur l'analyse de l'influence de la concentration étranger du capital (CONKE) sur la performance de la PME (*H3*). L'estimation du modèle économétrique par la méthode des moments généralisés sur panel (GMM) montre que la concentration du capital étranger influence négativement et non significative sur la performance financière des PME au Cameroun, lorsque celle-ci est mesurée par le ROA. Cependant, lorsque la performance est mesurée par le ROE l'influence est positive, mais non significative. À la lumière de ce résultat, l'hypothèse *H3* n'est pas validée. Les coefficients de la variable CONKE sont soit négatif avec la rentabilité des actifs et soit positifs avec la rentabilité des capitaux propres, mais non significatifs. L'on note tout de même que la concentration étrangère du capital est incompatible avec celle de nationale.

Donc, l'on peut faire la conclusion d'une relation neutre (inexistante) entre la concentration du capital étranger et la performance financière des PME au Cameroun. Ce résultat est en accord avec le travail de Shabou (2002) ; Madani et Khelif (2005), confirmant ainsi l'hypothèse de la neutralité de la concentration du capital sur la performance soutenue par plusieurs auteurs (Demsetz et Lehn, 1985 ; Himmerlberg et al., 1999).

3.5 L'actionnariat familial : un effet controversé sur la performance financière des PME au Cameroun

Il ressort du modèle d'estimation que l'actionnariat familial (ACTF) a un effet négatif, mais non significatif sur le rendement des actifs (ROA), de ce fait, l'hypothèse (H4) se trouve non validée partiellement en accord avec les travaux de (Al Farooque et al, 2007 ; Mard, Marsat et Roux, 2014) et conformément de à la thèse d'enracinement⁸.

Toutefois, avec la performance mesurée par l'efficacité des capitaux propres (ROE), l'effet est positif et significatif au seuil de $p < 0.1$, à la lumière de ce résultat l'hypothèse (H4) se trouve cette fois validée partiellement conformément à la théorie de l'alignement⁹. Ces résultats confirment la controverse qui existe au sujet de la création ou de la destruction de valeur induite par la propriété familiale (Bauweraerts et Colot, 2013).

Il ressort également des résultats l'effet positif et significatif de la variable effectif des employés recevant un salaire régulier (EFF) sur la performance financière (ROA et ROE). Cette forte relation entre les ressources humaines de l'entreprise et la performance confirme la thèse de la théorie des ressources de Wernerfelt (1984) ; Barney (1991) et Conner (1991) avec une forte motivation des salariés à l'atteinte des objectifs financiers.

En outre, les résultats montrent que la taille (TAIL), a une influence positive et significative sur le rendement sur actif. La significativité disparaît avec le rendement sur les capitaux propres. Ce résultat est en accord avec les travaux de Madani et Khelif (2010) en contexte tunisien

⁸ Selon la théorie de l'enracinement, les actionnaires familiaux peuvent souhaiter conserver le pouvoir pour en retirer des bénéfices personnels. Le refus de communiquer de façon transparente, ou de mettre en place des structures de gouvernance efficaces (séparation du poste de président et de directeur général, indépendance des administrateurs) est un moyen pour l'actionnaire familial de s'enraciner.

⁹ Selon la théorie de l'alignement, l'actionnaire familial va privilégier les décisions créatrices de valeur à long terme. Cet horizon à long terme vaut également dans ses relations avec les salariés et les autres parties prenantes. L'actionnaire familial est aussi soucieux de sa réputation, et sera donc moins incité à s'attribuer des bénéfices privés au détriment des actionnaires minoritaires.

Conclusion

A la problématique de savoir la configuration actionnariale la mieux adaptée pour favoriser la rentabilité des PME dans un contexte économique camerounais en développement et en absence d'un marché et d'une culture financière mature. Cette recherche de nature empirique analyse l'influence d'un capital diffus, de la concentration du capital, également de la nationalité des actionnaires (actionnaire étranger ou national) et de l'actionnariat familial sur la rentabilité des PME. Pour contribuer à une telle problématique, nous avons par choix raisonné retenu un échantillon de 40 PME et utilisé des données secondaires sur un panel de 5 exercices allant de 2015 à 2019 issues des Déclarations Statistiques et Fiscales (DSF) de ces entreprises. La méthode des moments généralisés sur panel nous a permis de traiter les données collectées.

Il ressort des résultats qu'une forte diffusion de l'actionnariat est un obstacle à la rentabilité de l'entreprise, car plus l'actionnariat est dispersé, et moins les actionnaires sont enclins à investir dans le contrôle et plus les coûts d'agence seront potentiellement élevés, ce qui risquera d'affaiblir la performance financière de l'entreprise (Ginglinger, 2002). Aussi, la présence étrangère dans le capital social a un effet non significatif sur la performance de l'entreprise lorsque celle-ci est captée par le rendement des actifs (ROA). Toutefois, lorsque la performance de l'entreprise est mesurée par l'efficacité des capitaux propres (ROE), cet effet est significativement négatif. Ainsi, l'on conclut à une validation négative de l'hypothèse H2.

La concentration du capital entre les mains des étrangers n'a pas d'influence sur la performance financière des PME au Cameroun. De ce fait, l'hypothèse H3 se trouve non validée. Ce résultat est en accord avec le travail de Shabou (2002) ; Madani et Khelif (2005), confirmant ainsi la thèse de la neutralité de la concentration du capital sur la performance (Demsetz et Lehn, 1983). La neutralité peut être expliquée par des facteurs hétérogènes qu'on retrouve dans l'environnement de l'entreprise. En effet, la performance des firmes est essentiellement contrainte par l'environnement et les conditions d'exploitation de l'entreprise. Ainsi les investisseurs étrangers pour rentabiliser leurs PME, doivent s'adapter aux réalités locales par isomorphisme (DiMaggio et Powell, 1991) afin de pouvoir bénéficier aux ressources qu'offre leur environnement et qui sont nécessaire à leur croissance (Pfeffer et Salancik, 1978).

S'agissant de la propriété familiale, il en résulte un effet controversé sur la performance financière des PME. Selon que la performance est mesurée par le rendement des actifs l'on

obtient un effet négatif et non significatif de la propriété familiale. A cet effet l'hypothèse H4 est partiellement non validée. Confirmant ainsi la thèse de l'enracinement de l'actionnaire familiale de (Al Farooque et al, 2007 ; Mard, Marsat et Roux, 2014). Cependant, selon que l'on mesure la performance par la rentabilité des capitaux propres, l'effet est significativement positif ; validant ainsi H4 partiellement conformément à la théorie de l'alignement. Ces résultats confirment la controverse qui existe au sujet de la création ou de la destruction de valeur induite par l'actionnariat familial (Bauweraerts et Colot, 2013).

On constate aussi que les résultats montrent une relation négative forte entre le nombre d'action et les deux mesures de la performance financière. Ainsi, plus la taille des actions est faible, les entreprises enregistrent une performance positive. De ce fait il peut être conclu avec Wanda (2007) que la performance de l'entreprise au Cameroun est positivement sensible à une forte concentration du capital suivant la théorie positive de l'agence (Jensen et Meckling, 1976). L'effet positif et significatif des ressources humaines sur la performance financière est à relever, corroborant ainsi la théorie de la dépendance envers des ressources.

De ces résultats résultent des implications en matière de structuration financière et gouvernance des PME. Tout d'abord du point de vue de la structuration financière, l'éclatement de l'actionnariat serait un handicap pour la performance de la PME en contexte camerounais. A cet effet la réduction de la taille des actionnaires doit être observée. Ensuite, du point de la gouvernance des PME, l'étude révèle des implications managériales selon que la PME est étrangère ou familiale. Pour la PME étrangère, il est recommandé aux investisseurs étrangers de bien étudier leur environnement d'accueil, faire preuve d'isomorphisme, afin de s'adapter aux différentes pratiques locales et de pouvoir capitaliser les ressources présentes dans cette environnement. Concernant la PME familiale, la séparation entre le patrimoine privé et le patrimoine de l'entreprise est nécessaire. Aussi l'intégration la planification stratégique dans le management impliquerait une gestion beaucoup moderne favorable aux investissements de moyens et long termes.

Bien que cette étude ait le mérite d'avoir utilisé les données individuelles de chaque PME et d'avoir contribué à expliquer la relation entre la configuration de l'actionnariat et la performance des PME à capital mixte (national et étranger) dans le contexte camerounais, elle regorge néanmoins quelques limites. Dont la principale se rapporte à la mesure de la performance des entreprises de différents secteurs d'activités par le ROA et ROE, car comme l'on soulignés Aamoum et Gbaoui (2020), afin d'avoir une meilleure analyse économique de la rentabilité des PME avec ces indicateurs, il faut prendre en compte l'uniformité du secteur.

Ajoutons aussi le fait que certaines données des PME n'étaient pas complètes. Il est engageable que l'utilisation des données au-delà de cinq (05) années et plus denses sur un nombre élevé de PME permettra dans les recherches futures d'améliorer les résultats actuels. Une étude sur les modes de prises de participations dans les PME en contexte d'absence de marché financier comme au Cameroun pourrait apporter des explications supplémentaires sur le type d'actionnaires des PME et leurs performances.

BIBLIOGRAPHIE

Aamoum H. et Gbaoui B. (2020), « Lien entre le capital réputation et la performance financière : Approche par la théorie des parties prenantes et la théorie des ressources », *Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit* « Volume 4 : numéro 4 » pp : 21 – 45.

Al Farooque O., van Zijl T., Dunstan K. et Waresul Karim A. K. M. (2007), « Ownership Structure and Corporate Performance : Evidence from Bangladesh », *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, vol. 14, p. 127-150.

Alim O. et Tsapi V., (2019), « L'actionnariat Salarié et la Création de Valeur Partenariale dans les Entreprises au Cameroun », *European Scientific Journal* December 2019 edition Vol.15, No.34 ISSN: 1857 – 7881 (Print) e - ISSN 1857- 7431, [URL:http://dx.doi.org/10.19044/esj.2019.v15n34p250](http://dx.doi.org/10.19044/esj.2019.v15n34p250)

Allouche J., Amann B. et Garaudel P., (2007), « Performances et caractéristiques financières comparées des entreprises familiales et non familiales : le rôle modérateur de la cotation en bourse et du degré de contrôle actionnarial », papier présenté lors du Colloque annuel 2007 AIMS – Montréal 2007, Article accepté pour publication : *Journal de l'Entreprise Familiale*, Octobre 2007.

Allouche J., et Amann B. (1998), « La confiance : une explication des performances des entreprises familiales », *Economies et sociétés*, vol. 32, 129-154.

Alonso-Bonis S. et de Andrés-Alonso P. (2007), « Ownership structure and performance in large spanish companies: Empirical evidence in the context of an endogenous relation », *Corporate ownership and control*, vol 4, n° 4, p. 206-216.

Aubert N, Chassagnon V. et Hollandts X., (2016) « Actionnariat salarié, gouvernance et performance de la firme : une étude de cas économétrique portant sur un groupe français coté », *Revue d'économie industrielle* [En ligne], 154 | 2e trimestre 2016, mis en ligne le 15 juin

2018, consulté le 19 avril 2019. URL : <http://journals.openedition.org/rei/6365> ; DOI : 10.4000/rei.6365

Azzouzi B. Et Haoudi A. (2020) « Actionnariat familial et performance financière: le cas Marocain », *Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit*. « Volume 4 : numéro 2 » pp : 86- 108

Bauweraerts, J., et Colot, O., (2013), « Performance des firmes et propriété familiale : une approche comptable », *La Revue des Sciences de Gestion, Direction et Gestion* N° 208 263-264, p. 207-216.

Berle A., et Means, G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt, Brace and World, New York.

Boubaker S. (2007), « Ownership-Control Discrepancy and Firm Value : Evidence from France », *Multinational Finance Journal*, vol 11, n° 3-4, p. 211-252.

Boubakri N., Cosset J.C., Guedhami O. (2005), « Investor Protection, Corporate Governance and Privatization », *Journal of Financial Economics*, vol. 76, p. 369-300.

Charreaux G. (1991), « Structures de propriété, relations d'agence et performances financières », *Revue économique*, n° 3, p. 521-552.

Charreaux G. et Desbrières P. (1998), « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre-valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 2, p. 57-88.

Claessens S., Djankov S., Fan J. et Lang L. (2002), « Disentangling The Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings », *Journal of Finance*, vol. 57, n° 6, p. 2741–2771

Coleman, S., & Carsky, M. (1999). Sources of capital for small family-owned businesses: Evidence from the national survey of small business finances. *Family Business Review*, 12(1), 73-85.

Demsetz H. (1983), « The Structure of Ownership and the Theory of the Firm », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, p. 375–390.

Demsetz H. et Lehn K. (1985), « The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences », *Journal of Political Economy*, vol. 93, n° 6, p. 1155-1177.

Demsetz H. et Villalonga, B. (2001), « Ownership Structure and Corporate Performance », *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, p. 209–233.

Djoutsa Wamba L. et al., (2017) « Investissements directs étrangers dans le capital des grandes entreprises au Cameroun : quel effet sur leur performance ? », *Marché et organisations* (n° 28), p. 81-104. DOI 10.3917/maorg.028.0081

Fama E. F. et Jensen M. C. (1983), « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, p. 301-325.

Ginglinger, E. (2002). L'actionnaire comme contrôleur. *Revue française de gestion*, (5), 37-55

Gomez-Mejia, L. R., Tosi, H., & Hinkin, T. (1987). Managerial control, performance, and executive compensation. *Academy of Management journal*, 30(1), 51-70.

Hollandts X., et Guedri Z. (2008), « Les salariés capitalistes et la performance de l'entreprise ».

Revue Française de Gestion, n° 3, p. 35-50.

Hu Y. et Zhou X. (2008), « The Performance Effect of Managerial Ownership: Evidence From China », *Journal of Banking and Finance*, vol. 32, p. 2099–2110.

Huang W., et Boateng A. 2013, « The role of the state, ownership structure, and the performance of real estate firms in China », *Applied Financial Economics*, vol. 23, n° 10, p. 847-859.

Hundley G et Jacobson C. K. (1998), « The Effects of The Keiretsu on The Export Performance of Japanese Companies: Help or Hindrance? », *Strategic Management Journal*, vol. 19, n° 10, p. 927– 937.

Jensen M. et Meckling W. (1976), « Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, p. 305-360.

King, M. R., & Santor, E. (2008). Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms. *Journal of Banking & Finance*, 32(11), 2423-2432.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F. et Shleifer, A. (1999), « Corporate Ownership Around The World », *Journal of Finance*, vol. 54, n° 2, 471-517.

Lee J.T. (2004), « Structure de l'actionnariat familial et performance des grands groupes coréens », *Finance-Contrôle-Stratégie*, vol. 7, n° 4, p. 143-166.

Loulid A. et El Khou T. (2020) « L'effet de la structure de l'actionnariat sur la performance financière des entreprises : Cas des entreprises marocaines cotées », *Revue Internationale des Sciences de Gestion* « Volume 3 : Numéro 3 » pp : 161- 181

Madani, W. E., & Khlif, W. (2010). Effets de la structure de propriété sur la performance des entreprises tunisiennes. *La Revue des Sciences de Gestion*, (3), 63-70.

Mard Y., Marsat S. et Roux F., (2014) « Structure de l'actionnariat et performance financière de l'entreprise : le cas français », *Finance Contrôle Stratégie* [En ligne], 17-4 | 2014, mis en ligne le 26 mars 2015, consulté le 24 avril 2019. URL : <http://journals.openedition.org/fcs/1559>; DOI : 10.4000/fcs.1559

Margaritis D. et Psillaki M. (2010), « Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance », *Journal of Banking & Finance*, vol. 34, p. 621-632.

Maury B. (2006), « Family Ownership and Firm Performance : Empirical Evidence from Western European Corporations », *Journal of Corporate Finance*, vol. 12, p. 321-341.

Morck R., Scheifer, A. et Vishny, R. W. (1988), « Management Ownership and Market Valuation », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, n° 1, p. 293-315.

Sahut J.M. et Gharbi H. O. (2010), « Institutional Investors' Typology and Firm Performance: The Case of French Firms », *International Journal of Business*, vol. 15, n° 1, 2010, p. 33-50.

Shleifer A. et Vishny R. W. (1997), « A Survey of Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 2, n° 2, p. 737-783.

Shleifer A. et Vishny R.W. (1986), « Large Shareholders and Corporate Control », *Journal of Political Economy*, vol. 94, 3, p. 461-489.

Thomsen S. et Pedersen T. (2000), « Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies », *Strategic Management Journal*, vol. 21, p. 689-705.

Thomsen S., Pedersen T. et Kvist H.K. (2006), « Blockholder Ownership: Effects on Firm Value in Market and Control Based Governance Systems », *Journal of Corporate finance*, vol. 12, p. 246-269.

Villalonga B. et Amit R. (2006), « How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value? », *Journal of Financial Economics*, vol. 80, p. 385–417.

Wanda R., (2001), « Structure financière et performance des entreprises dans un contexte sans marché financier », *Revue du Financier*, site www.cybel.fr, 16p.

Wanda R., (2010), « Conseil D'administration et Performance des Entreprises Conjointes Franco-Camerounaises », *La Revue des Sciences de Gestion, Direction et Gestion* n° 245-246-Finance-Organisation

Welch E. (2003), « The Relationship Between Ownership Structure and Performance in Listed Australian Companies », *Australian Journal of Management*, vol. 28, n° 3, p. 285-306.

Yu, H., Van Ees, H., et Lensink, R. (2009), « Does group affiliation improve firm performance? The case of Chinese state-owned firms. », *The Journal of Development Studies*, vol. 45, n° 10, p. 1615-1632.

Zhao R. et Millet-Reyes B. (2007), « Ownership Structure and Accounting Information Content: Evidence from France », *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 18, n° 2, p. 223-246.