

THESIS / THÈSE

MASTER EN SCIENCES DE GESTION À FINALITÉ SPÉCIALISÉE

Structure financière et performance financière des entreprises

MATIEDJE, Perrine

Award date:
2022

Awarding institution:
Universite de Namur

[Link to publication](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Structure financière et performance financière des entreprises



Perrine Stelle MATIEDJE

Directeur : Prof. Oscar BERNAL

Mémoire présenté en vue de l'obtention du titre de

Master 120 - Sciences de gestion
Finalité Spécialisée en Business Analysis & Integration

ANNÉE ACADÉMIQUE : 2021-2022

REMERCIEMENTS

La réalisation de ce travail académique a été rendue possible grâce à plusieurs personnes, à qui j'aimerais adresser mes sincères remerciements.

Tout d'abord j'aimerais remercier l'Éternel Dieu, pour la vie, Lui qui me donne d'être témoin de ce jour. Et aussi pour la force, le courage, la patience et la persévérance qu'il m'a permis de cultiver tout au long de cet exercice.

Je remercie également mon directeur de mémoire, le Professeur Oscar BERNAL, pour ses conseils, sa disponibilité ainsi sa supervision tout au long de la réalisation de ce travail. J'exprime également ma gratitude envers ma famille et tout particulièrement mon conjoint, pour son soutien et ses nombreux encouragements durant mon parcours académique. Je saurai oublier mes proches (amis et camarades) qui ont également contribué à ma réussite via leurs encouragements, leur aide et autres attentions.

Pour finir, je remercie l'Université de Namur, et tout particulièrement le corps enseignant de la faculté des Sciences Économiques et de Gestion pour la qualité de la formation dispensée tout au long de mon cursus.

RESUME

Ce mémoire vise à déterminer dans quelle mesure la structure du capital influencerait la performance financière des entreprises. Plus précisément, il est question d'établir le lien entre la structure de l'actionnariat et la performance financière des entreprises belges cotées en bourse. Nous partons d'un échantillon de cent entreprises issues de Belfirst, sur lequel nous réalisons une régression via le modèle de panel. Les résultats montrent d'une part qu'il y a en général, une relation négative entre la concentration de l'actionnariat et la performance des entreprises belges cotées en bourse. Toutefois, on note une relation positive entre elles jusqu'à un certain niveau de détention des parts du capital. D'autre part, la relation est négative entre l'actionnariat salarié et l'efficacité de l'entreprise à utiliser les fonds investis par les actionnaires.

Mots clés : société cotée, concentration de l'actionnariat, nature de l'actionnariat.

SUMMARY

The purpose of this thesis is to determine to what extent the capital structure would influence the financial performance of firms. More specifically, it's about establishing the link between the shareholding structure and the financial performance of Belgian listed companies. We work with a sample of one hundred companies from Belfirst, on which we carry out a regression via the panel model. On one hand, the results show that there is, in general, a negative relationship between the concentration of shareholding and the performance of Belgian listed companies. However, there is a positive relationship between them up to a certain level of ownership of the capital shares. On the other hand, the relationship is negative between employee ownership and the efficiency of the company to use the funds invested by the shareholders.

Keywords: listed company, shareholding concentration, nature of ownership

TABLE DES MATIERES :

<i>REMERCIEMENTS</i>	2
<i>RESUME</i>	3
<i>SUMMARY</i>	4
<i>INTRODUSTION</i>	8
2 REVUE DE LA LITTÉRATURE	11
2.1 Les sources de financement des entreprises	11
2.1.1 L'autofinancement	11
2.1.2. Le compte courant d'associés	12
2.1.3. Le financement par capitaux ou émission d'actions	13
2.1.4 Le financement obligataire.....	14
2.1.5 L'emprunt bancaire.....	15
2.1.6. Le financement mixe.....	15
2.2 Les théories sur la structure du Capital	17
2.2.1 Théorie de Modigliani et Miller	17
2.2.2 Théorie du compromis.....	18
2.2.3 Théorie du signal.....	18
2.2.4 Théorie de l'ordre hiérarchique	19
2.2.5 Théorie du Market Timing	19
2.3 Théories de la performance financière	20
2.3.1 La théorie d'agence.....	20
2.3.2 La théorie d'enracinement.....	21
2.3.3 la théorie des droits de propriété.....	21
2.4 Relation entre la concentration de l'actionnariat et la performance financière	22
2.5 Relation entre la nature de l'actionnariat et la performance financière	23
3 METHODOLOGIE ET DONNÉES	25
3.1 Variables utilisées dans les modèles	25
3.2 Modèle économétrique	28
3.3 Données et statistiques descriptives de l'échantillon	31

4	RÉSULTATS ET DISCUSSION	35
4.1.	La concentration de l'actionnariat	35
4.2.	La nature de l'actionnariat	38
6	ANNEXES.....	42
6.1.	Annexe 1 : Test d'hétéroscédasticité pour la concentration de l'actionnariat ..	42
6.2.	Annexe 2 : Test d'hétéroscédasticité pour la nature de l'actionnariat	43

LISTE DES ILLUSTRATIONS : TABLEAUX ET GRAPHIQUES

Tableau 1 : Récapitulatif des différents modes de financement des entreprises.....	16
Tableau 1 : Récapitulatif des variables retenues dans notre étude.....	27
Tableau 2 : Répartition des entreprises selon les secteurs d'activités sur la période 2012-2020	31
Tableau 3 : Statistiques descriptives sur l'ensemble de l'échantillon.....	34
Tableau 4 : Matrice des corrélations des variables	34
Tableau 5 : Tests de Hausman et Breusch-Pagan pour la concentration de l'actionnariat	35
Tableau 6 : Régression de la concentration de l'actionnariat et la performance financière	37
Tableau 7 : Tests de Hausman et Breusch-Pagan pour la nature de l'actionnariat.....	38
Tableau 8 : Régression de la nature de l'actionnariat et la performance financière	40
Graphique 1 : Taux d'endettement moyen par secteur.....	31
Graphique 2 : Répartition des secteurs selon le total moyen des actifs.....	31
Graphique 3 : Répartition des secteurs selon le total moyen des capitaux propres.....	32

1 INTRODUCTION

Hostilité, complexité, turbulence, instabilité et incertitude sont désormais les mots d'ordre qui régissent l'environnement actuel dans lequel évoluent les entreprises. Face à cette configuration, elles sont plus que jamais obligées de lutter pour leur pérennité en devenant davantage performantes. Un des potentiels leviers de cette performance est la structure financière. Ainsi, de nombreuses études ont été publiées sur la structure du capital et ses conséquences pour l'entreprise. Elles sont dominées par deux principales théories (De Jong et al., 2011 ; Leary & Roberts, 2010) à savoir : la première, connue sous le nom de théorie du compromis statique, implique que les entreprises ont un ratio d'endettement cible et qu'elles tentent de se rapprocher de cet objectif. Par ailleurs, la deuxième, celle de l'ordre hiérarchique (Myers, 1984 ; Myers & Majluf, 1984), soutient qu'en raison de l'asymétrie d'informations, les entreprises adoptent une hiérarchie dans les préférences de financement, de sorte que le financement interne soit préféré au financement externe.

Certains auteurs ont tenté de savoir laquelle de ces deux théories, est la plus apte à expliquer les décisions de financement des entreprises. D'une part, elles s'interrogent sur l'importance de la capacité d'endettement et la hiérarchisation des financements. Les décisions de financement semblent enfreindre les prédictions de l'ordre hiérarchique quant à la fréquence et aux circonstances d'émission des actions. En effet, certaines entreprises se financent par émission de capital alors même que leur capacité d'endettement est loin d'être contrainte (Fama & French, 2004). Ainsi, elles ne respectent pas souvent la hiérarchie proposée par l'ordre hiérarchique, soit en émettant des capitaux bien qu'ayant une capacité suffisante d'autofinancement, soit en émettant des capitaux au lieu de s'endetter (Leary & Roberts, 2004). D'autre part, la présence d'asymétries informationnelles ne semble pas pousser les entreprises à hiérarchiser leurs préférences de financement (Galpin, 2004). Il apparaît que, l'ordre hiérarchique à lui seul a du mal à identifier efficacement les décisions de financement, et que le comportement hiérarchique qu'il préconise, semble être motivé par des conflits d'incitation plutôt que par des informations asymétriques (Leary & Roberts, 2010). Ceci a conduit bon nombre d'auteurs à se questionner sur l'existence d'un point de contradiction entre les deux théories en matière de prédictions des décisions de financement pour les entreprises ; notamment en ce qui concerne l'arbitrage dettes - capitaux propres (De Jong et al., 2011).

D'autres études ont cherché à comprendre la relation entre les mécanismes de gouvernance et la performance (Tajer et al., 2021). Elles ont ainsi arpenté les trois conceptions principales de la relation entre la structure financière et la performance selon Charreaux & Desbrières (1998) à savoir la convergence d'intérêt, l'enracinement et la neutralité.

Pour ce qui est du cas spécifique des entreprises cotées en bourse, objet de notre étude, la structure de propriété fait partie des mécanismes de gouvernance qui pourraient affecter la performance de l'entreprise (Hilmi, 2014). En effet, elle pourrait être au centre des conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires avec en trame de fond les coûts d'agence associés à ce genre de conflits (Zéghal et al., 2006; Madani & Khlif, 2010; Ayadi, 2013). Ces différentes considérations nous amènent à nous interroger sur l'existence d'une structure optimale qui permet d'influencer positivement la performance financière de l'entreprise. D'où la question de recherche : **Quelle relation entre la structure de l'actionnariat et la performance financière des entreprises belges cotées en bourse ?**

L'objectif principal de ce mémoire est d'établir dans quelle mesure la structure de l'actionnariat influence la performance financière des entreprises belges cotées en bourse. De manière spécifique il est question d'étudier :

- La concentration de l'actionnariat et la performance financière ;
- La nature de l'actionnariat et la performance financière.

Pour atteindre ces objectifs et répondre à la question de recherche, nous partons de la littérature pour formuler deux hypothèses de recherche.

Premièrement, selon (Berle & Means, 1932), les sociétés dont le capital est dispersé souffrent d'un déficit de contrôle important, ce qui peut affecter les résultats financiers. A contrario, la concentration du capital aux mains d'un nombre limité d'actionnaires permet de mener un contrôle pertinent sur les stratégies des dirigeants (Gorton & Schmid, 2000).

Denis & McConnell (2003) montrent que l'actionnariat concentré réduit les coûts d'agences engendrés par les conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires, améliorant ainsi la performance des entreprises. (Holderness, 2003) quant à lui explique qu'une forte concentration de l'actionnariat exerce un effet négatif sur la performance de l'entreprise, et peut nuire aux investisseurs minoritaires.

Ces constats nous amènent à formuler notre première hypothèse de recherche à savoir :

Hypothèse 1 : la concentration du capital a un effet positif sur la performance financière des entreprises belges cotées en bourse.

Deuxièmement, selon la théorie de l'agence, la présence des salariés dans le capital de l'entreprise permet d'aligner les intérêts des actionnaires avec ceux des dirigeants. En effet, la présence de l'actionnariat salarié dans une entreprise permet de réduire les coûts d'agence en favorisant la collaboration entre les salariées et les actionnaires (Aubert et al., 2016).

Ce qui nous amène à notre seconde hypothèse de recherche que nous formulons comme suit :

Hypothèse 2 : l'actionnariat salarial a un effet positif sur la performance financière des entreprises belges cotées en bourse.

Ce travail est structuré en cinq sections. Outre l'introduction et la conclusion, nous présenterons en section 2 la revue de la littérature. Il y sera question des généralités sur la structure financière et la performance des entreprises, puis un aperçu sur la relation entre la structure de l'actionnariat (concentration du capital et nature de l'actionnariat) et la performance financière. Ensuite, en section 3, nous présentons les données utilisées et les approches méthodologiques de notre travail. En section 4 enfin, nous présentons les résultats et les conclusions auxquelles nous avons aboutis.

2 REVUE DE LA LITTÉRATURE

Dans cette section, nous présenterons tout d'abord les différents moyens de financement dont disposent les entreprises, puis les différentes théories sur la structure du capital et la performance financière. Ensuite, nous évoquerons les travaux de recherches portant sur la relation concentration de l'actionnariat - performance financière ; et enfin ceux relatifs à la relation entre la nature de l'actionnariat et la performance financière. Mais avant tout, expliquons brièvement le concept d'entreprise cotée en bourse.

2.1 Les sources de financement des entreprises

Il existe diverses sources de financement des entreprises que l'on peut ranger en trois grands groupes à savoir le financement interne, le financement externe et le financement mixte. Sans être exhaustif, pour ce qui est du financement interne, nous présentons l'autofinancement et le compte courant associé. Pour le financement externe, il sera respectivement question du financement par capitaux (émissions d'actions), du financement obligataire et de l'emprunt bancaire. Enfin, pour ce qui est du financement mixte, nous parlerons du Capital Mezzanine.

2.1.1 L'autofinancement

Selon Brochier (1952), c'est la première forme historique d'avancée en capital. En effet, il est de coutume qu'avant de recourir à tout type de financement externe, une entreprise commence à financer ses activités à partir de ses fonds propres. L'autofinancement se définit donc comme l'ensemble des moyens de financement qui ne proviennent ni d'un endettement de l'entreprise auprès d'un tiers ni de l'apport externe d'un ou plusieurs nouveaux associés (Compère & D'Hondt, 2019). Pour De La Bruslerie (2014), c'est la capacité d'une entreprise à développer ses activités et ses investissements en utilisant uniquement ses propres moyens financiers.

L'autofinancement est ainsi, la base du financement initial de l'entreprise, et sert également de support pour obtenir des financements externes. En effet, si une entreprise ne peut pas offrir une capacité significative d'autofinancement qui lui permette de rembourser des éventuelles avances effectuées par des tiers, elle ne peut pas rechercher de financement extérieur. L'autofinancement est ainsi un pilier central du financement global d'une l'entreprise.

Bien que l'autofinancement soit une solution qui assure une certaine autonomie au dirigeant, recourir exclusivement au financement interne pour subvenir aux besoins de l'entreprise peut constituer un véritable défi.

2.1.2. Le compte courant d'associés

Cyril (2011) définit un compte courant d'associés comme un compte entre la société et un ou plusieurs associés. C'est une créance qu'un associé a envers l'entreprise, en dehors de l'apport en capital. Autrement dit, c'est un compte de bilan reprenant les dettes et les créances réciproques des associés et de la société dont ils ont en général le contrôle. Au crédit on enregistre les avances faites à la société, les montants à payer tels que les rémunérations, loyers et factures payés par l'associé. Au débit par contre, on enregistre les retraits et les factures liés aux avantages de toute nature payés par la société.

Ainsi, une compensation légale est créée entre la dette et la créance, et seul le solde, débiteur ou créditeur, reflète l'état du compte. Les comptes courants associés sont souvent utilisés comme support temporaire de la situation financière d'une entreprise. C'est pourquoi ce compte peut être considéré comme un moyen de financement interne. En effet, ce compte courant peut être débité et servir de tampon contre les pertes de l'entreprise. Il est donc possible d'augmenter la participation sans injecter un seul euro dans l'entreprise. La dette va certainement augmenter, mais celle envers les partenaires ne semble pas aussi grave que celle envers les fournisseurs ou les institutions financières.

Brard & Lamensch (2020) montrent qu'en Belgique, les associés peuvent déduire la perte supportée au travers de leurs revenus imposables. Néanmoins, l'utilisation des comptes courants d'associés dans le cadre d'une augmentation de capital est très contrôlée par le droit fiscal et le code des sociétés, au travers de diverses procédures comme le fait de devoir réunir l'assemblée générale devant un notaire afin de modifier certains statuts, ou le fait de faire établir des rapports par un réviseur d'entreprise (Compère & D'Hondt, 2019). Le compte courant d'associés apparaît comme une bonne solution de financement en cas d'investissements de petite envergure (Danet, 2010).

2.1.3. Le financement par capitaux ou émission d'actions

Une action représente un titre de propriété proportionnelle dans la société émettrice (Stanciu, 2009). L'actionnaire obtient une série de droits, comme celui de voter à l'assemblée générale ou encore de recevoir une partie des bénéfices de l'entreprise sous forme de dividendes. Les actions sont principalement achetées et vendues sur les marchés boursiers (Stanciu, 2009). Les actions ordinaires sont celles qui représentent la grande majorité des actions émises et des actions privilégiées. Ces dernières procurant à leurs détenteurs un certain nombre d'avantages comme des droits de vote plus importants, des dividendes fixes ou la priorité sur les remboursements en cas de faillite (J. B. Berk & DeMarzo, 2017).

Pour les entreprises cotées, le processus d'émissions d'actions se fait au travers d'une introduction en bourse (Voix et al., 2006). Elle consiste à émettre des actions sur un marché public règlementé et organisé ; imposant ainsi à l'entreprise une transparence financière. Au travers de cet acte, l'entreprise devient officiellement « publique » et acquiert les opportunités qui y sont associées. L'objectif premier est bien évidemment de faciliter la levée de nouveaux capitaux, mais aussi de permettre aux actionnaires de vendre ou d'acheter très facilement des actions ; ou aussi permettre à ceux minoritaires de se désengager à tout moment de l'entreprise, sans devoir passer par de lourdes procédures risquant de compromettre la pérennité de l'entreprise. Deuxièmement, cette cotation en bourse permet de faciliter la participation des salariés, car les actions mises à leur disposition sont en effet très liquides et leur permettent de réaliser une partie de leur plus-value beaucoup plus facilement (J. B. Berk & DeMarzo, 2017). Enfin, l'entrée en bourse permet aux entreprises d'accroître et de renforcer leur visibilité et leur notoriété, accentuant la politique d'image forte vers laquelle le contexte économique actuel pousse les entreprises. Leur crédibilité financière est ainsi améliorée, permettant l'accès à de nouveaux capitaux suite une large diversification des options de financement, afin d'éviter aux entreprises d'atteindre les limites du capital interne et ainsi de gagner en flexibilité, en indépendance et en puissance.

Dans l'ensemble, devenir public est un excellent moyen de financer et de collecter des fonds et donc d'augmenter son capital. Cependant, cela est très règlementé et très strict. Par conséquent, il est nécessaire d'être bien préparé et de soigneusement réfléchir avant d'entamer une telle procédure.

2.1.4 Le financement obligataire

Une obligation est un titre négociable représentant la part d'un emprunt (Stanciu, 2009). Elle peut être émise par un Etat, une entreprise ou encore par une institution supranationale, avec pour but de financer ses investissements. Les entreprises optent en général, soit pour un recours au secteur privé car les obligations émises sont achetées par un petit groupe d'investisseurs ; soit elles choisissent d'opter pour une émission dite publique, où tout investisseur pourra devenir propriétaire d'un titre donnant lieu à un droit de créance.

Les obligations ont une maturité d'environ cinq ans, et les entreprises qui les émettent procèdent généralement par un processus dit de subordination de la dette (Simon & Lautier, 2009). Il s'agit d'un processus qui hiérarchise les différentes dettes. En effet, les dettes ne sont pas toutes égales les unes aux autres. Il existe celles prioritaires, qu'on appelle dettes seniors. Elles se trouvent en haut de la hiérarchie (obligations seniors sécurisées et non sécurisées), et permettent à leur détenteurs d'être remboursés en premier lieu si l'entreprise émettrice venait à faire faillite. Ensuite, viennent les dettes juniors ou subordonnées (obligations subordonnées et juniors subordonnées) qui se trouvent au contraire, au bas de l'échelle et dont les détenteurs seront remboursés uniquement si toutes les dettes supérieures l'ont été.

On note également l'existence d'obligations dites hybrides. Celles-ci donnent l'opportunité soit au détenteur soit à l'émetteur de l'obligation, de transformer ce titre de créance en un titre de capital (Compère & D'Hondt, 2019). L'objectif est de permettre aux entreprises ayant des perspectives de croissance importantes, de trouver le capital dont elles ont besoin pour se développer sans éroder le contrôle sur les actionnaires existants. Les titres hybrides peuvent éviter les titres de participation nouvellement émis tout en fournissant le capital nécessaire à la croissance de l'entreprise. Ces obligations convertibles permettent donc aux détenteurs de choisir soit de les conserver l'obligation, soit de les convertir en actions. Elles peuvent aussi prendre la forme de warrants: c'est-à-dire que l'investisseur achète un nombre prédéterminé d'actions pour de futures augmentations de capital à un prix déterminé (Berk & DeMarzo, 2017).

On note que les obligations peuvent contenir une clause de rachat anticipé (avant l'échéance), permettant à la société émettrice de refinancer sa dette à un taux d'intérêt inférieur, et donc à moindre coût. En d'autres termes, ce type d'obligation permet aux entreprises de se prémunir contre la baisse des taux d'intérêt (Marteau, 2021). Les obligations peuvent aussi être callables

(Goffin, 2017): c'est-à-dire qu'elles autorisent le titulaire à les revendre à leur valeur nominale à la société émettrice aux dates prévues (Goffin, 2017). Elles offrent donc une de protection lorsque les intérêts augmentent et que la valeur des obligations baisse (Goffin, 2007).

2.1.5 L'emprunt bancaire

C'est lorsqu'on contracte une dette auprès d'une institution bancaire. A terme, l'entreprise rembourse l'intégralité du montant emprunté et ainsi que les intérêts encourus (Aubier & Cherbonnier, 2007).

Le coût de la dette dépendra alors principalement de: la taille de l'entreprise et sa structure d'endettement. Si deux entreprises présentent le même risque, la plus grande des deux aura un coût d'endettement moins élevé. De même, si elles ont la même taille, l'entreprise présentant le risque de défaut le plus élevé supportera un coût de la dette le plus élevé (Girerd-Potin et al., 2008).

Sous réserve de certains critères, l'emprunt bancaire peut revêtir deux forms: la dette obligataire ou le recours au crédit bancaire. Ainsi, pour les grandes entreprises, l'emprunt obligataire sera moins élevé bien que certaines recourent encore au crédit bancaire. Ce choix dépend de plusieurs facteurs à savoir: la réputation de l'entreprise, la renégociation de la dette, les frais fixes d'émission ou le niveau de divulgation d'informations. En effet, une bonne réputation incitera à émettre des obligations, tandis qu'une moins bonne fera recourir à un crédit bancaire. En outre, les délais plus courts associés aux prêts bancaires, facilitent la renégociation, et le peu d'informations divulgués mène au recourt de prêts bancaires (cas du secteur de l'innovation). Par ailleurs, les coûts fixes associés à l'émission d'obligations sont un facteur à considérer (Martre et al., 1994).

2.1.6. Le financement mixe

Le financement mezzanine est un mélange de financement interne et externe. Il réunit à la fois capitaux propres et capitaux empruntés (Deffains-Crapsky, 1996). Il permet aux entreprises de financer leurs activités sans garanties adéquates leur permettant de recourir à des emprunts bancaires. Il prend généralement la forme de prêt entre un investisseur, un prêteur et l'entreprise

qui obtient le prêt sous certaines conditions. Sa durée est généralement de sept à dix ans, avec un remboursement intégral au terme du contrat. Ce type de crédit est particulièrement adapté aux entreprises dont les besoins financiers s'inscrivent dans un avenir proche, et qui ont atteint des niveaux d'endettement excessifs ou qui ont du mal à lever des fonds traditionnels auprès des banques.

Ceci permet également d'éviter de n'utiliser que des fonds propres pour financer tous les projets, ou de diluer le contrôle après avoir levé des fonds suite à l'entrée dans le capital, de nouveaux actionnaires (Enz, 2006). Utilisé comme substitute des fonds propres, son obtention se fait soit par émission d'actions à jouissance (certificats d'investissement avec participation aux bénéfices), soit par bons de souscription, ou encore via des fonds fournis par des commanditaires (Robinson et al., 2013).

Les capitaux propres sont la forme de capital la plus chère à détenir en raison de leur non déduction fiscale. L'utilisation d'une dette mezzanine à moindre coût permet de réduire le coût du capital de l'entreprise et d'augmenter le rendement des capitaux propres. Profitant de l'arbitrage entre financement interne et externe qu'il offre, les entreprises peuvent augmenter ou diminuer l'effet de levier afin de tirer parti de leur stratégie de financement.

Tableau 1: Récapitulatif des différents mode de financement des entreprises.

	Avantages	Limites	Sources
Autofinancement	Indépendance financière, faible coût, absence de contrôle externe	Risque de faillite personnelle, vision limitée du dirigeant, capacité insuffisante à couvrir certains besoins de croissance	Amandine (2010), Clerc (2001)
Compte courant d'associés	Tampon contre les pertes de l'entreprise, augmentation de capital, déduction des pertes des associés via l'impôt.	Très contrôlé par le droit fiscal, procédures administratives lourdes.	Brard & Lamensch (2020), Compère & D'Hondt (2019)
Financement par capitaux ou émission d'actions	Transparence financière, facilité à lever de nouveaux capitaux, grande mobilité des capitaux, facilité d'acquisition d'actions par les salariés, augmentation de notoriété et de la visibilité.	Processus d'introduction en bourse long, complexe et relativement coûteux, restrictions légales en matière de transparence et de communication financière, dilution du pouvoir.	Voix et al (2006), J. B. Berk & DeMarzo (2017), Sentis (2005)

Financement obligataire	Refinancement de la dette à un taux d'intérêt inférieur, protection contre la baisse des taux d'intérêt, facilité à trouver du financement.	Existence d'une multitudes de types d'obligations	Marteau (2021), Berk & DeMarzo (2017)
Emprunt bancaire	Coût de la dette moins élevé pour les grandes entreprises, délais réduits.	Coût de la dette élevé pour les petites entreprise et celles présentant un grand risque de défaut, présence des coûts fixes.	Girerd-Potin et al. (2008), Martre et al. (1994)
Financement mixte	Augmentation du capital sans dilution du contrôle, substitution aux fonds propres, réduction du coût du capital.	Se fait au moyen des émissions d'actions, Coût élevé des capitaux propres en raison de leur non déduction fiscale.	Enz (2006), Robinson et al. (2013)

Source: Auteur à travers la littérature.

2.2 Les théories sur la structure du Capital

Miloud (2001) définit la structure financière comme la combinaison de dettes et de capitaux propres qu'une entreprise utilise pour financer ses opérations. Nous présentons ici les principales théories qui modélisent la structure financière d'une entreprise.

2.2.1 Théorie de Modigliani et Miller

En 1958, Franco Modigliani et Merton Miller sont devenus célèbres grâce à leur essai sur le coût du capital. En effet, ils furent les premiers à mettre en place une théorie de la structure optimale du capital au sein de laquelle ils ont mis en avant deux propositions : la première soutient que le niveau d'endettement d'une entreprise n'affecte pas sa valeur de marché, qui reste constante quelles que soient les proportions d'endettement et de fonds propres choisies pour financer l'entreprise. La deuxième proposition présente le coût moyen pondéré d'une entreprise comme n'étant pas affecté par l'effet de levier de l'entreprise. Bien qu'ils ne prennent pas en considération les frais de faillite, les taxes et les autres coûts tels que ceux liés à l'asymétrie d'information et aux conflits d'intérêts ; il ne fait non plus de distinction entre les personnes physiques et morales lorsqu'il se réfère au processus de prêt. La théorie de Modigliani et Miller est considérée comme une référence en matière de théorie sur la structure

du capital (Modigliani et Miller, 1958), et a conduit à de nombreuses critiques suite à ses hypothèses jugées trop restrictives (Ahmeti & Prenaj, 2015).

2.2.2 Théorie du compromis

La théorie du compromis voit le jour à la suite des discussions autour de la théorie de Modigliani-Miller, qui stipule qu'une entreprise recourra à l'emprunt jusqu'à ce que la valeur marginale de la réduction d'impôt / bouclier fiscal sur les intérêts payés pour les emprunts contractés soit compensée par une augmentation de la valeur actuelle des coûts de faillite (Myers, 2001).

Toutefois, une version classique de cette théorie du compromis est mise en avant par Kraus et Litzenberger (1973) qui ont montré que la valeur de marché d'une entreprise à effet de levier est égale à la valeur de marché d'une entreprise qui ne s'appuie pas du tout sur l'effet de levier. De plus, la valeur actualisée de la réduction d'impôt sur les intérêts payés, diminuée de la valeur actualisée des frais de faillite ; conduit à un niveau optimal d'endettement de l'entreprise et reflète un équilibre entre coûts de faillite et avantages fiscaux de la dette. Ainsi l'objectif de cette théorie est qu'elle permet de fixer un taux d'emprunt cible, qui va varier en fonction des caractéristiques de chaque entreprise. De manière générale, les entreprises à forte propension d'expansion comme celles qui seraient moins rentables mais avec un pourcentage élevé d'actifs circulants auront un faible niveau d'endettement, tandis que les grandes entreprises à cash-flows stables et à forte proportion d'actifs corporels non courants seront fortement à effet de levier (Myers, 2003).

La théorie du compromis met donc en balance les avantages de l'endettement qui résultent de la protection des flux de trésorerie, contre les impôts et les coûts de détresse financière associés à l'effet de levier. Cette théorie indique que la valeur totale d'une entreprise endettée est égale à la valeur de l'entreprise sans effet de levier. Les entreprises sont donc incitées à accroître leur endettement pour exploiter les avantages fiscaux de la dette. Cependant, avec trop de dettes, elles sont plus susceptibles au risque de défaut de paiement ainsi qu'aux coûts de détresse financière (J. Berk et al., 2015).

2.2.3 Théorie du signal

Elle a été mise en avant par Ross (1977) pour montrer que la dette peut être utilisée comme un indicateur de bonne ou mauvaise entreprise. Dans une situation d'asymétrie d'information entre une entreprise et les investisseurs, de tels indicateurs apparaissent essentiels pour obtenir des ressources financières. On remarque que les grandes entreprises déclarent plus de dettes tandis

que c'est l'inverse chez les petites. Les dirigeants jouent un rôle déterminant dans cet état des choses.

En effet, en présence d'information imparfaite, les marchés ne pourraient pas être à mesure de comprendre pourquoi un chef d'entreprise va s'endetter pour exécuter un projet très risqué et non rentable. L'endettement est donc un indicateur fort de profit, mais encore plus, de risque (Adair & Adaskou, 2011). Selon la théorie du signal, les dirigeants d'entreprises sont mieux placés pour connaître l'état actuel du marché et prédire les tendances commerciales futures. Par conséquent, les investisseurs sont donc toujours à l'affût des signaux provenant de ces derniers puisqu'ils impactent leur rendement (Adair & Adaskou, 2011).

2.2.4 Théorie de l'ordre hiérarchique

Introduit en 1984 par Myers & Majluf, elle présente une image de la structure financière basée sur l'existence d'asymétrie d'information, avec pour effet d'influencer le besoin de financement extérieur. Ainsi, l'hypothèse de l'ordre hiérarchique stipule qu'il existe un ordre de préférence pour financer les investissements à savoir : d'abord l'épargne qui est un financement interne à très faible coût et qui ne nécessite pas de processus. Puis l'endettement, mais seulement un prêt moins risqué, nécessitant plus de garanties et d'accords dans le but de limiter le risque. Ensuite viennent les dette et les titres mixtes, et les actions qui constituent l'augmentations de capital considérés comme la plus risqués (J. Berk et al., 2015). Ceci n'est pas sans conséquence sur la structure financière des entreprises. En effet, Si les entreprises réalisent des bénéfices et gagnent suffisamment de liquidité pour financer leurs investissements, elles ne produiront pas de dettes ou de capitaux propres, et ne dépendront que de leurs bénéfices. Par conséquent, les entreprises à hauts profits auront moins de dettes sur leur système financier. Seules les entreprises qui ont besoin de lever des capitaux externes auront recours au financement par emprunt (J. Berk et al., 2015).

2.2.5 Théorie du Market Timing

Malgré le fait qu'elle ne définisse pas une structure de capital optimale, la théorie du timing du marché indique que certaines conditions spécifiques du marché des capitaux et macroéconomiques au sein d'un pays peuvent affecter la structure du capital des entreprises cotées en bourse. Ainsi, essayer d'être en synchronie avec les marchés implique pour les entreprises d'émettre des actions à des prix élevés pour ensuite tenter de les racheter à un prix

inférieur. Ceci est bénéfique pour les actionnaires existants et les dirigeants qui poursuivent les intérêts des investisseurs (Bakar et Wurgler, 2002).

Baker & Wurgler (2002) montrent alors qu'il n'y a pas de structure financière idéale, de sorte que les décisions de financement sur le marché s'accumulent au fil du temps dans les résultats de la structure financière. Ils partent du constat que les entreprises les moins endettées sont celles qui lèvent le plus des fonds lorsque leurs notes sont plus élevées. Et en revanche, les entreprises avec un fort potentiel sont souvent celles qui lèvent des fonds lorsque leurs notes sont plus basses. Ils ont également constaté que la volatilité des notations des marchés boursiers a des effets significatifs et durables sur la structure financière des entreprises. Ainsi, au travers des études alternatives sur les modes de financement adoptées par les entreprises, les théories sur la structure du capital représentent une base d'analyse fondamentale car, outre le support théorique qu'elles ont développé, elles ont également identifié d'éventuels facteurs déterminants pouvant expliquer les décisions de choix de capital d'une entreprise

2.3 Théories de la performance financière

Ici nous abordons les théories d'agence, d'enracinement et de droit de propriété, qui nous serviront de contexte pour l'analyse de la structure de l'actionnariat et la performance financière.

2.3.1 La théorie d'agence

Jensen et Meckling (1976), définissent la relation d'agence comme « un contrat » par lequel une ou plusieurs personnes (le principal), engage une autre personne (l'agent), pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent (Jensen, 1986).

La dimension contractuelle se traduit par des coûts d'agence associés à d'éventuelles différences de bénéfices entre les parties. Ainsi, la définition de la notion de relation d'agence est cruciale pour expliquer par exemple les modes de résolution des conflits d'intérêts. Sous l'hypothèse de maximisation de son utilité, l'agent peut n'avoir aucune incitation à agir dans l'intérêt du mandant. Ce conflit d'intérêts crée des coûts dits d'agence, que les donneurs d'ordre tentent de réduire par des incitations et des mécanismes de contrôle. À son tour, l'agent peut encourir des frais, appelés frais de dédouanement, pour montrer sa bonne volonté au mandant. Le coût d'agence ne peut pas être nul, car un montant de coût d'agence donné, le coût de sa réduction est supérieur à la valeur de la perte qu'il entraîne. En d'autres termes, le donneur

d'ordre arbitre entre les coûts d'agence et les coûts induits par la réduction de ces coûts mêmes d'agence, et choisit la solution la plus rentable. Les mécanismes de réduction des coûts d'agence ne seront mis en place que si les pertes induites par les coûts d'agence sont supérieures aux coûts de mise en œuvre du mécanisme. Ces coûts d'agence peuvent être évités dans une certaine mesure par un mécanisme qui contrôle le comportement des dirigeants, en particulier la dette et la concentration du capital (Benghazala et al., 2017).

2.3.2 La théorie d'enracinement

Selon Pigé (1998) dans les relations d'agence qui lient les actionnaires aux dirigeants, les deux parties cherchent à accroître leur pouvoir de négociation. Le dirigeant en tant que mandataire, est incité à s'enraciner pour réduire le risque de son renvoi.

La décision d'un gestionnaire de s'enraciner peut-être appréciée comme la nécessité de maintenir son poste, accroître sa liberté de mouvement, et/ou d'augmenter sa rémunération et ses prérogatives (Charreaux, 1997). Toutefois selon Jensen (1993) l'enracinement devient préjudiciable aux actionnaires lorsqu'elle nécessite des coûts plus élevés ou se traduit par un investissement sous-optimal (sous- ou surinvestissement), soit comme profitable lorsqu'elle génère un bénéfice pour l'entreprise.

On peut donc estimer que la conséquence de l'enracinement peut être bénéfique ou préjudiciable aux intérêts des actionnaires. Il faudrait donc pour cela étudier la performance des managers (en réalité, la performance boursière de l'entreprise puisque la performance des managers n'est pas directement observable). Une relation positive signifie que le processus d'enracinement profite aux actionnaires. A contrario, une corrélation négative indique que la l'enracinement est mauvais pour les actionnaires et que les managers ne cherchent plus à maximiser leur richesse. Une relation non significative peut indiquer l'absence de relation ou la présence d'une relation non linéaire. Comme dans le cas des relations à effet de seuil : ce n'est qu'au-delà d'un certain seuil que l'enracinement devient nocif (Pigé, 1998).

2.3.3 la théorie des droits de propriété

Selon Demsetz (1967), cité par Hollandts (2005), « les droits de propriété permettent aux individus, de savoir a priori ce qu'ils peuvent espérer raisonnablement dans leurs rapports avec les autres membres de la communauté ». Détenir un droit de propriété c'est avoir « l'accord des autres membres de la communauté, pour agir d'une certaine manière et attendre de la société qu'elle interdise à autrui d'interférer avec ses propres activités à conditions qu'elles ne soient pas prohibées ». De même, pour (Furubotn & Pejovich, 1972) cités également par

Hollandts (2005), « les droits de propriété ne sont pas des relations entre les hommes et les choses, mais des relations codifiées entre les hommes et qui ont rapport à l'usage des choses».

La question de l'actionnariat salarié trouve un ancrage dans les travaux de Thiveaud (1994) sur le partage des pouvoirs. Elle a pris de l'ampleur avec le développement et la modernisation des grandes entreprises, qui ont décidé d'ouvrir leur capital pour obtenir les financements nécessaires à l'expansion, pour ainsi multiplier les centres d'initiatives internes afin de répondre aux besoins organisationnels (Poullain-Rehm, 2002).

L'actionnariat salarié est une préoccupation pour la gouvernance d'entreprise et accompagne les mutations en cours. Dans le cadre de la gouvernance actionnariale, où les intérêts des actionnaires sont prioritaires dans le processus de décision stratégique, l'actionnariat des dirigeants s'inscrit dans l'alignement des intérêts dirigeants - actionnaires. L'actionnariat des salariés non cadres permet de compenser les risques propres à l'entreprise en matière de capital humain, dans un cadre de gouvernance partenariale prenant en compte les intérêts de l'ensemble des associés de l'entreprise. Son rôle apparaît important car il recouvre de nombreux aspects dans le processus de performance de l'entreprise (Poullain-Rehm, 2002).

2.4 Relation entre la concentration de l'actionnariat et la performance financière

Dans son ouvrage de recherche Prowse (1994), soutient que les entreprises dont le capital n'est pas concentré présentent un grave manque de contrôle, ce qui pourrait avoir un impact sur les résultats financiers. Ainsi, l'accumulation des fonds entre les mains d'un nombre limité d'actionnaires permet de contrôler les stratégies de gestion (Batteau, 2009, Aubert et al., 2016) (Aubert et al., 2016). Concentrer l'actionnariat améliore donc la performance de l'entreprise en réduisant les coûts d'agence résultant des conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires. Selon Mard & Marsat (2012) c'est également une potentielle solution efficace aux conflits d'agence dans un système caractérisé par la faible protection des petits actionnaires.

Mard et al. (2014) ont étudié le lien entre la structure de l'actionnariat et la performance financière de 250 sociétés françaises cotées. Ils ont trouvé une relation curvilinéaire (en forme de U inversé) entre la part détenue par le principal actionnaire et la performance. De même, pour deuxième et comme le troisième actionnaire, la relation avec la performance est curvilinéaire, mais convexe (en forme de U). Ils concluent que le lien entre la nature de l'actionnariat et la performance indique que les actionnaires financiers influencent positivement la performance, dès lors qu'ils détiennent une part suffisante du capital.

En Allemagne, les résultats d'une étude de (Gorton & Schmid, 2000) montrent que la concentration de l'actionnariat influence positivement la performance financière. Il ressort donc que concentrer l'actionnariat est un moyen de soutenir le contrôle des actionnaires dans la gestion de l'entreprise en cas de mauvaise performance (Francoeur & Rakoto, 2006). En effet, d'une part les grands actionnaires ont le pouvoir de contrôler les dirigeants afin d'orienter la prise de décisions dans l'intérêt de l'entreprise (Godard, 1998), d'autre part ils disposent de droits de vote suffisants pour influencer les décisions de gestion en cas de conflit avec la direction de l'entreprise (Coutrot & Rebérioux, 2005).

A contrario, Gaud & Jani (2002) montrent dans leur étude en suisse que la concentration du capital a un effet négatif sur la performance des entreprises. De même, Salloum & Azoury (2010), montrent que dans les entreprises libanaises en stress, la concentration de l'actionnariat influence négativement la performance financière. Stulz (2021) trouve que dans les grandes entreprises à forte concentration de l'actionnariat, il est facile de voir l'expropriation des petits actionnaires. Il en résulte des conflits d'agence et un effet négatif sur la performance financière de l'entreprise. D'autres études ont également montré une absence de lien entre concentration de l'actionnariat et performance financière. Ainsi, (Thomsen et al., 2006) cité par (Tajer et al., 2021) utilisent le rendement des actifs (ROA) et le Q de Tobin, et montrent que la concentration du capital n'influence pas la performance financière pour les entreprises américaines entre 1990 et 1998. Tajer et al. (2021) concluent qu'il y a absence de relation entre la concentration de l'actionnariat et la performance financière dans une étude sur les sociétés cotées au Maroc. De même, (Lazarides et al., 2009) aboutissent aux conclusions similaires en utilisant une approche semblable en Grèce.

2.5 Relation entre la nature de l'actionnariat et la performance financière

Selon la théorie de l'agence, si les salariés sont présents dans le capital de l'entreprise, il est possible d'aligner les intérêts des actionnaires sur ceux du management (Charreaux, 1999). En effet, la présence de l'actionnariat salarié dans l'entreprise permet de réduire les coûts d'agence et favorise la collaboration entre salariés et actionnaires (Trébucq, 2002). Aubert et al. (2016) montrent l'existence d'un lien positif et important entre l'actionnariat salarié et la performance des entreprises. Selon Desbrières (2002) l'institution d'une rémunération liée à la performance de l'entreprise va inciter les salariés à adopter des comportements ayant un effet positif sur la performance et donc sur le niveau de rémunération. . Tajer et al. (2021) montrent qu'en présence d'actionnariat salarial, il y a un impact positif et significatif sur la performance

financière dans les sociétés cotées au Maroc. De même D'arcimoles (2006) confirme ce constat dans son étude sur les entreprises belges.

On note aussi qu'outre les actionnaires salariés, la présence d'actionnaires étatiques ou institutionnels comme industriels, influence également la performance financière des entreprises.

Sahut & Gharbi (2011), montre que la détention du capital par les institutions financières dans les entreprises influence la performance financière. Lajmi & Gana (2011) arrivent aux mêmes conclusions en étudiant des entreprises belges. Peretti et al. (2014) révèle une relation entre la présence de l'actionnariat industriel et la performance financière sur les entreprises françaises. Toutefois, on note aussi des cas où il y a relation inverse ou absence de relation. Mottis & Ponsard (2002) trouvent par exemple qu'il y a une forte influence des investisseurs institutionnels dans les firmes et que cela pourrait entraver la performance. Pour ce qui est de l'actionnariat étatique, il ressort en général une relation négative avec la performance financière des entreprises (Mard & Marsat, 2012).

3 METHODOLOGIE ET DONNÉES

Dans cette section nous présentons la méthodologie et les données que nous utilisons pour obtenir les résultats.

3.1 Variables utilisées dans les modèles

La concentration de l'actionnariat a été mesurée par les variables suivantes :

- **pact1** : pourcentage du capital détenu par le premier actionnaire,
- **pact2** : pourcentage du capital détenu par le deuxième actionnaire,
- **pact3** : pourcentage du capital détenu par le troisième actionnaire.

Pour la nature de l'actionnariat, elle est mesurée par :

- **pactint** : pourcentage d'actionnariat détenu par les investisseurs institutionnels et financiers. On parle ici de l'actionnariat institutionnel : c'est lorsque les fonds de pension investissent dans une société.
- **pactsala** : pourcentage d'actionnariat détenu par les actionnaires salariés. Il s'agit de l'actionnariat salarié : cas où un salarié de l'entreprise achète des actions, ou si l'entreprise leur offre une part de rémunération en actions.
- **Actetat** : présence de l'actionnariat étatique. C'est lorsqu'on est en présence de l'actionnariat public : c'est-à-dire quand l'État ou les collectivités territoriales investissent, et donc possèdent des parts dans des sociétés, qui ont généralement trait au service public.
- **actind** : présence de l'actionnariat industriel. On parle d'actionnaire industriel ou actionnariat d'entreprise quand il s'agit de l'entrée dans le capital d'une société par une autre. Souvent, elles sont issues du même domaine d'activité.
- **secteur** : le secteur d'activité auquel appartient l'entreprise.

En, ce qui concerne les variables de la performance financière, plusieurs études (Demsetz & Lehn, 1985; Thomsen & Pedersen, 2000; Tajer et al., 2021) ont utilisé le rendement des capitaux propres (ROE) et le rendement des actifs (ROA) pour la mesurer. Nous ferons de même dans le cadre de cette étude.

- **ROA** : mesure l'efficacité de la direction dans l'utilisation des actifs.

$$\mathbf{ROA} = \frac{\mathit{b\u00e9n\u00e9fice\ net}}{\mathit{actif\ total}}$$

- **ROE** : mesure l'efficacité avec laquelle l'entreprise utilise les fonds investis par les actionnaires.

$$\mathbf{ROE} = \frac{\mathit{b\u00e9n\u00e9fice\ net}}{\mathit{capitaux\ propres}}$$

Afin de contrôler l'influence des autres déterminants de la performance financière de l'entreprise non détectés par la structure de propriété et qui pourraient l'affecter, nous avons retenu des variables de contrôle, comme utilisées dans des travaux empiriques antérieurs (Mard et al., 2014; Sahut & Gharbi, 2010). Nous retiendrons donc la taille de l'entreprise (taill), qui est mesurée par le logarithme népérien de l'actif total ; et le niveau d'endettement de l'entreprise (tend), qui est mesuré en divisant la dette totale par les capitaux propres.

Nous pouvons donc résumer l'ensemble des variables utilisées dans notre modèle dans le tableau suivant :

Tableau 2 : Récapitulatif des variables retenues dans notre étude

Variabes	Description	Signe attendu	Références
pact1	Le pourcentage d'action détenu par le principal actionnaire	+/-	Denis & McConnell (2003) Holderness (2003) Batteau (2009) Mard & Marsat (2012)
pact2	Le pourcentage d'action détenu par le deuxième actionnaire	+/-	Denis & McConnell (2003) Holderness (2003) Batteau (2009) Mard & Marsat (2012)
pact3	Le pourcentage d'action détenu par le troisième actionnaire	+/-	Denis & McConnell, (2003) Holderness (2003) Batteau (2009) Mard & Marsat (2012)
pactint	Le pourcentage d'action détenu par les investisseurs institutionnel et financier	+/-	Mard et al. (2014) Sahut & Gharbi (2011) Lajmi & Gana (2011) Mottis & Ponsard (2002)
pactsala	Le pourcentage d'action détenu par l'actionnariat salarié	+/-	Aubert et al. (2016) Charreaux (1999) Trébucq (2002) Desbrières (2002)
actind	Variable binaire égale à 1 si l'actionnariat industriel est présente, 0 si non	+	Peretti et al. (2014) D'arcimoles (2006) Salloum & Azoury (2010)
actetat	Variable binaire égale à 1 si l'actionnariat étatique est présente, 0 si non	-	Mard & Marsat (2012) Thomsen et al. (2006) Tajer et al. (2021) Stulz (2021)
taill	Taille mesurée par le logarithme népérien du total de l'actif	+	Thomsen et al. (2006) Tajer et al. (2021) Salloum & Azoury (2010) Sahut & Gharbi (2010)
tend	Taux d'endettement de l'entreprise	+	Thomsen et al. 2006) Tajer et al. (2021) Lazarides et al. (2009)
Secteur		+/-	Mard et al. (2014)
ROA	Rendement des actifs	+/-	Demsetz & Lehn (1985) Thomsen & Pedersen (2000) Tajer et al. (2021) Denis & McConnell (2003)

ROE	Rendement des capitaux propres		Holderness (2003) Holderness 2003) Gaud & Jani (2002)
------------	-----------------------------------	--	---

Source: Auteur sur base de la littérature.

3.2 Modèle économétrique

Pour cette étude empirique, nous avons opté pour une régression linéaire sur données de panel. Ce type d'analyse nous apparaît plus adapté car nous travaillons avec les données de plusieurs entreprises sur plusieurs années.

Les données de panel encore dites données longitudinales possèdent deux dimensions : une dimension individuelle et une dimension temporelle. Elles ont pour propriété de rapporter les valeurs des variables considérées pour un ensemble ou panel d'individus, sur une période donnée.

Par conséquent, notre modèle en données de panel s'écrit comme un modèle à double indice prenant la forme suivante :

$$y_{i,t} = \alpha_i + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{k,i,t} + \varepsilon_{i,t} ; i = 1, \dots, 100 \text{ et } t = 2012, \dots, 2020 \quad (1)$$

Où :

t : le temps ; i : les entreprises ; k : le nombre de variables indépendantes

$y_{i,t}$: est la variable à expliquer

$X_{k,i,t}$: les variables explicatives

$\varepsilon_{i,t}$: le terme aléatoire

β_k : les paramètres inconnus (à estimer) du modèle

Ici, nous procéderons à l'estimation de deux modèles : l'un traduisant la relation entre la concentration de l'actionnariat et la performance financière des entreprises, et l'autre exprimant la relation entre la nature de l'actionnariat et la performance financière des entreprises.

De façon détaillée, estimons la relation entre la concentration de l'actionnariat et la performance financière des entreprises selon le modèle d'équations suivantes :

$$\left\{ \begin{array}{l} roa_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 pact_{1,i,t} + \beta_2 pact_{2,i,t} + \beta_3 pact_{3,i,t} + \beta_4 taill_{4,i,t} + \beta_5 tend_{5,i,t} + \beta_6 secteur_{6,i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1.1) \\ \\ roe_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 pact_{1,i,t} + \beta_2 pact_{2,i,t} + \beta_3 pact_{3,i,t} + \beta_4 taill_{4,i,t} + \beta_5 tend_{5,i,t} + \beta_6 secteur_{6,i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1.2) \end{array} \right.$$

De même, l'estimation la relation entre la nature de l'actionnariat et performance financière des entreprises se fera selon le modèle d'équations comme suit :

$$\left\{ \begin{array}{l} roa_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 pact\text{sala}_{1,i,t} + \beta_2 pact\text{int}_{2,i,t} + \beta_3 pact\text{ind}(\text{Dummy})_{3,i,t} + \beta_4 act\text{etat}(\text{Dummy})_{4,i,t} + \beta_5 taill_{5,i,t} + \beta_6 tend_{6,i,t} + \beta_7 secteur_{7,i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1.3) \\ \\ roe_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 pact\text{sala}_{1,i,t} + \beta_2 pact\text{int}_{2,i,t} + \beta_3 pact\text{ind}(\text{Dummy})_{3,i,t} + \beta_4 act\text{etat}(\text{Dummy})_{4,i,t} + \beta_5 + \beta_6 tend_{6,i,t} + \beta_7 secteur_{7,i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1.4) \end{array} \right.$$

Où : **Dummy** indique que la variable est dichotomique.

3.3.1 Démarche d'estimation

- **Spécification du modèle**

Avant d'estimer notre modèle, nous allons nous assurer de l'homogénéité ou de l'hétérogénéité du processus générateur des données. Cela consiste à tester si les coefficients du modèle dans la dimension individuelle sont égaux. Ce test nous permet de savoir si le modèle est parfaitement identique pour toutes les entreprises ou s'il existe des spécificités propres à chaque entreprise. Nous ferons donc le test pour chaque équation afin de retenir la méthode d'estimation qui convient.

Pour cela deux méthodes existent : celle des effets fixes et celles des effets aléatoires. Ceci sera fait sur STATA 16 en utilisant le test de Hausman.

Nous émettons les hypothèses de test suivantes :

- H_0 : le modèle à effets aléatoires est approprié
- H_1 : le modèle à effets fixes est approprié

Si la *p-valeur* associée à la statistique du test est inférieure au seuil choisi, on rejette l'hypothèse selon laquelle le modèle à effets aléatoires est approprié. (Wooldridge, 2002).

- **Test d'hétéroscédasticité (test de Breusch-Pagan)**

Dans une régression, lorsque la variance des erreurs n'est pas constante, on soupçonne des problèmes d'hétéroscédasticité. Or c'est courant de rencontrer ce genre de situation dans une régression linéaire. La conséquence c'est que les coefficients du modèle estimé comportent des biais.

Le test de Breusch-Pagan permet de détecter ces problèmes ; et les hypothèses de test sont les suivantes :

- H_0 : absence d'hétéroscédasticité
- H_1 : présence d'hétéroscédasticité

Si la *p-valeur* associée à la statistique du test est inférieure au seuil choisi (généralement 5%), on rejette l'hypothèse selon laquelle il y a absence d'hétéroscédasticité.

Toutefois, en cas d'hétéroscédasticité, il faudrait procéder à une correction, et ce en utilisant la méthode des moindres carrés généralisés (Wooldridge, 2002).

3.3.2 Interprétation des résultats : significativité globale du modèle

Elle sera déterminée par la statistique de Fischer dans le cas des moindres carrés ordinaires sur panel ; et par la statistique de Wald dans le cas des moindres carrés généralisés sur panel.

Il s'agit des tests de significativité globale de tous les paramètres du modèle. L'hypothèse nulle est qu'il n'y a aucune relation entre les variables explicatives et la variable dépendante. Ceci permet alors de juger directement de la convenance de l'ajustement du modèle (Wooldridge, 2002).

3.3 Données et statistiques descriptives de l'échantillon

3.3.1. Les données de l'échantillon

Les données que nous avons utilisées proviennent de la banque de données Belfirst. Nous les avons collectés à partir des rapports annuels des différentes entreprises. Nous avons constitué un échantillon comme suit :

- D'abord, les entreprises de notre échantillon sont des sociétés cotées en bourse. Ces entreprises rentrent dans la définition de la Commission Européenne à savoir : « Les sociétés cotées sont les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé au sens de l'article 37, de la loi du 21 novembre 2017 relative aux infrastructures des marchés d'instruments financiers et portant transposition de la Directive 2014/65/UE ».
- Ensuite, nous avons retenu les entreprises cotées dont les données sont complètes sur la période de l'étude. Elles ont été sélectionnées dans la banque de données Belfirst sur une période de 09 ans allant de 2012 à 2020. Ainsi, les entreprises dont les données ne sont pas disponibles ou incomplètes sur la période n'ont pas été retenues.
- Enfin, nous sommes partis de l'ensemble des entreprises cotées en bourse (241) pour retenir finalement 100 entreprises évoluant dans 10 secteurs sur la période 2012-2020 (voir tableau 3).

Tableau 3 : Répartition des entreprises selon les secteurs d'activités sur la période 2012-2020

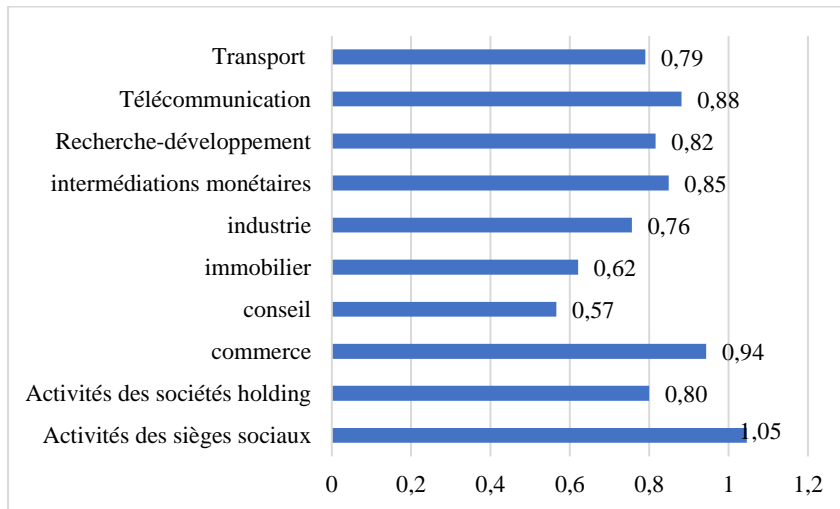
SECTEURS D'ACTIVITES	EFFECTIFS	NOMBRE D'OBSERVATIONS
Activités des sièges sociaux	3	27
Activités des sociétés holding	20	180
Commerce	7	63
Conseil	8	72
Immobilier	11	99
Industrie	31	279
Intermédiations monétaires	3	27
Recherche-développement	5	45
Télécommunication	7	63
Transport	5	45
TOTAL	100	900

Source : Auteur.

3.3.2. Statistiques descriptives de l'échantillon

Le graphique 1 ci-dessous montre que le taux d'endettement moyen par secteur d'activité. On remarque qu'en moyenne, tous les secteurs se financent à plus de 50% par les dettes.

Graphique 1 : taux d'endettement moyen par secteur.



Source : Auteur.

D'autre part, le graphique 2, on constate que le secteur du conseil est celui qui a le plus petit total des actifs en moyenne, tandis que celui de l'intermédiation monétaire enregistre un total moyen plus important.

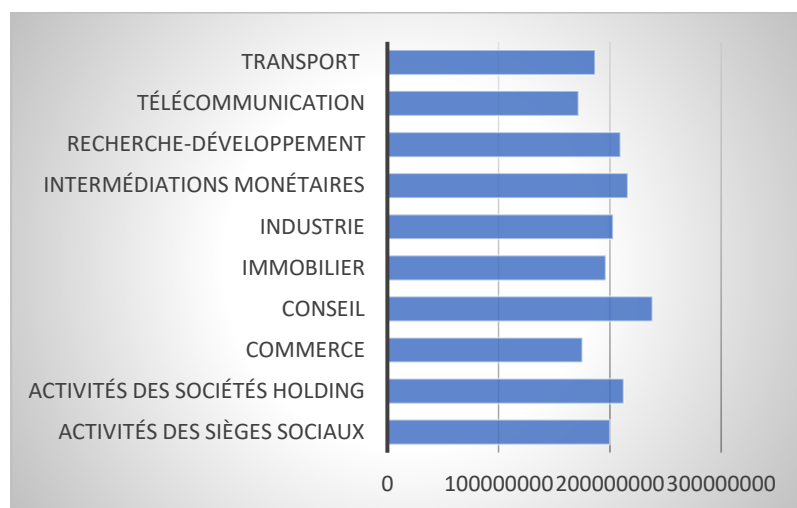
Graphique 2 : Répartition des secteurs selon le total moyen des actifs (en d'euros)



Source : Auteur.

Bien que le secteur du conseil enregistre le total d'actif moyen le plus faible (graphique2), il présente par contre les capitaux propres moyen les plus élevés (graphique3). On note également que le secteur des télécommunications enregistre le total moyen de capitaux le plus faible.

Graphique 3 : Répartition des secteurs selon le total moyen des capitaux propres (en millions d'euros)



Source : Auteur.

Le tableau 4 quant à lui reprend les statistiques descriptives sur l'ensemble de l'échantillon. Il présente la moyenne, l'écart-type, la valeur minimale ainsi que la valeur maximale par variable. Ici on observe que la part moyenne du capital détenue par le premier actionnaire est de 48,46 %. ceci indique que les entreprises belges cotées en bourse ont une forte concentration du capital. Nous constatons également que les trois premiers actionnaires détiennent en moyenne plus de 74,09 % du capital. En ce qui concerne l'actionnariat industriel, il est tout aussi important. En effet il est présent dans au moins 8 entreprises sur 10 en moyenne, tandis que l'actionnariat étatique est présent dans un peu plus de 14 % du capital en moyenne. Quant à l'actionnariat institutionnel/financier et salarial, ils s'établissent respectivement en moyenne autour de 4,12% et 4,687% du capital en moyenne respectivement. Nous constatons tout aussi une forte dispersion des observations. La concentration du capital entre les mains du premier actionnaire est comprise entre une valeur minimum de 0,01 % à une valeur maximum de 100 %. Aussi, les entreprises de notre échantillon réalisent en moyenne un rendement d'actifs de - 5,93 %, avec un écart-type de 1,06. Le rendement des capitaux propres s'élève en moyenne à 0,28 %, avec un écart-type de 0,45. Aussi, les entreprises de notre échantillon affichent un taux d'endettement de 89,6 % en moyenne avec une volatilité importante de 1,64. Enfin, la taille moyenne des entreprises (mesurée par le logarithme népérien du total des actifs) est de 17,18.

Tableau 4 : Statistiques descriptives sur l'ensemble de l'échantillon

Variable	Obs	Mean	Std, Dev,	Min	Max
pact1	900	0,4849311	0,2336881	0,0001	1
pact2	900	0,1672536	0,1251706	0	0,694
pact3	900	0,0889994	0,121343	0	0,8786
pactint	900	0,0412983	0,1337053	0	0,99
pactsala	900	0,0468568	0,1385042	0	1
actetat	900	0,1488967	0,3561736	0	1
actind	900	0,83	0,3758417	0	1
roa	900	-0,0593632	1,062506	-18,58902	14,84835
roe	900	0,0028417	0,4475488	-3,292472	8,036804
tend	900	0,8960629	1,648476	-18,26982	18,60879
taill	900	17,18173	2,335806	10,82463	21,95288

Source : Stata 16.

Le tableau 5 ci-dessous présente les corrélations entre les différentes variables avec pour but de tester leur adéquation. En effet, il s'agit d'un test de multi-colinéarité bivarié. Il a pour objectif de révéler les corrélations entre les variables, ainsi que leur intensité et leur direction. On soupçonne des problèmes de multi-colinéarité lorsque le coefficient de corrélation dépasse 0,7. Selon Kervin (1992), il ressort de la lecture du tableau 4 qu'aucune valeur du coefficient de corrélation n'a dépassé cette limite. Ceci nous a amené à conclure une absence de problème de colinéarité entre les variables.

Tableau 5 : matrice des corrélations des variables

	pact1	pact2	pact3	pactint	pactsala	actetat	actind	Roa	roe	tend	taill	sec
pact1	1											
pact2	-0,022	1										
pact3	-0,268	0,132	1									
Pactint	0,0306	-0,030	0,0331	1								
pactsala	-0,009	0,035	0,043	0,0079	1							
Actetat	-0,015	0,002	-0,078	-0,0125	-0,057	1						
Actind	-0,295	0,095	0,1595	-0,0889	-0,203	0,114	1					
Roa	-0,004	-0,020	-0,026	-0,0128	-0,032	-0,087	-0,029	1				
Roe	-0,002	0,017	-0,065	0,0109	-0,077	-0,004	-0,0120	0,286	1			
Tend	0,0451	0,113	-0,061	0,0368	0,024	0,149	-0,0011	-0,0145	0,016	1		
Taill	-0,115	0,174	0,0543	-0,1479	-0,043	-0,0282	0,2515	0,1077	0,058	-0,0824	1	
Secteur	0,17	0,07	-0,07	-0,07	-0,07	-0,04	0,16	0,16	-0,09	0,00	0,13	1

Source : Stata 16

4 RÉSULTATS ET DISCUSSION

Dans cette section nous présentons les résultats des modèles économétriques. Les analyses ont été réalisées à l'aide du logiciel STATA16

4.1. La concentration de l'actionariat

Le tableau 6 montre que le test de spécification de Hausman nous permet de retenir le modèle à effet fixe, pour les deux variables dépendantes. Ensuite, le test de Breusch-Pagan quant à lui nous permet de retenir l'estimation par moindres carrés généralisés sur panel pour la variable **roa**, et l'estimation par moindres carrés ordinaires sur panel pour la variable **roe**.

Tableau 6 : tests de Hausman et Breusch-Pagan pour la concentration de l'actionariat

	roa	roe
Hausman	0,0053**	0,000***
Breusch-Pagan	0,0000***	0,1964

Seuil : * :10%, ** :5% , ***:1%

Source : Stata 16

Le tableau 7 présente les résultats de la régression faite sur la relation concentration de l'actionariat et performance financière de l'entreprise.

Pour l'efficacité de la direction dans l'utilisation des actifs (**roa**), le modèle est globalement significatif (p -valeur = 0,0031). Nous pouvons accepter l'hypothèse selon laquelle il existe au moins une variable indépendante qui explique la variation de l'efficacité de la direction dans l'utilisation des actifs. Les résultats montrent l'existence d'une relation positive et significative entre la taille de l'entreprise mesurée par le logarithme népérien du total des actifs et l'efficacité de la direction dans l'utilisation de ces actifs.

Pour ce qui est de l'efficacité avec laquelle l'entreprise utilise les fonds investis par les actionnaires (**roe**), Le modèle est globalement satisfaisant (p -valeur = 0,000).

On constate une relation négative et significative, entre la part détenue par le second plus grand actionnaire et l'efficacité avec laquelle l'entreprise utilise les fonds investis par les actionnaires. En effet, une augmentation de 1% de cette part entraînerait une diminution

d'environ 25% du **roe**. De même, une augmentation de 1% de la part détenue par le troisième plus grand actionnaire, entrainerait une diminution d'environ 20% du **roe**.

Ainsi, pour cet indicateur, la concentration de l'actionnariat influence négativement la performance des entreprises belges cotées en bourse. Ce résultat est appuyé par les travaux de Gaud & Jani (2002) qui ont montré que la concentration de l'actionnariat a un effet négatif sur la performance des entreprises. De même que ceux de Stulz (2021) qui a montré que dans les entreprises à forte concentration de l'actionnariat, il est facile de voir l'expropriation des petits actionnaires. Ce qui conduit à des conflits d'agence et à un effet négatif sur la performance financière de l'entreprise.

Toutefois, on remarque que la part moyenne du deuxième actionnaire vaut à peu près un tiers de celle du principal actionnaire (tableau 3). Nous concluons que la performance financière est associée positivement à la concentration de l'actionnariat jusqu'à un certain niveau de détention, puis négativement au-delà de ce niveau. Notre hypothèse selon laquelle la concentration de l'actionnariat influence positivement la performance financière est partiellement vérifiée. Ce constat est appuyé par les travaux de Mard et al. (2014) qui ont montré une relation en U inversé entre la concentration de l'actionnariat et la performance financière des entreprises cotées en France.

On constate aussi une relation positive et significative entre la taille de l'entreprise et l'efficacité avec laquelle l'entreprise utilise les fonds investis par les actionnaires. Ce résultat est soutenu par les travaux de Mard et al. (2014).

Nous avons également trouvé qu'à concentration de l'actionnariat similaire, les entreprises du secteur de holding ont plus de chance que les entreprises des services sociaux (prises comme référence dans le modèle) de développer de meilleures performances.

Tableau 7 : régression de la concentration de l'actionnariat et la performance financière

	Variables explicatives	Variables à expliquer	
		ROA	ROE
	Constante (β)	-0.687 (0.051)	-1.299 (0.001)
	pact1	-0.055 (0.735)	-0.080 (0.466)
	pact2	-0.245 (0.413)	-0.683 (0.000)***
	pact3	-0.2089 (0.496)	-0.40* (0.006)
	Taill	0.0399 (0.015)**	0.0705 (0.001)***
	Tend	-0.011 (0.623)	-0.025 (0.027)**
Secteurs	Holding	0.163 (0.453)	1.249 (0.004)
	Commerce	-0.0288 (0.908)	-
	Conseil	-0.166 (0.484)	-
	Immobilier	0.563 (0.803)	-
	Industrie	-0.0649 (0.759)	0.154 (0.722)
	Inter-monnaire	0.292 (0.919)	-
	R & D	-0.3284 (0.199)	-
	Telecommunication	0.2426 (0.328)	-
	Transport	-0.3799 (0.145)	-
Statistiques	Wald	32.80 (0.0031)***	
	Fisher		6.76 (0.000)***

Seuil : *:10%, **:5%, ***:1%

Source: Stata 16

4.2. La nature de l'actionnariat

Le test de spécification de Hausman nous a permis de retenir le modèle à effets fixes, pour les deux variables dépendantes. Le test de Breusch-Pagan nous permet de retenir l'estimation par les moindres carrés généralisés sur panel pour la variable **roa**, et l'estimation par les moindres carrés ordinaires sur panel pour la variable **roe**.

Tableau 8 : tests de Hausman et Breusch-Pagan pour la nature de l'actionnariat

	roa	roe
Hausman	0,0031**	0,0001***
Breusch-Pagan	0,0000***	0,0785

Seuil : * * :5% , ***:1%

Source: Stata 16

Le tableau 9 traduit les résultats de la régression de la relation nature de l'actionnariat et performance financière de l'entreprise. Le secteur des services sociaux est pris ici comme référence dans l'estimation des modèles. De même, la modalité "non" (absence de l'actionnariat étatique et absence de l'actionnariat industriel) est prise comme référence pour les variables *actetat* et *actind*.

Pour l'efficacité de la direction dans l'utilisation des actifs (**roa**), la qualité globale du modèle est satisfaisante (*p-valeur* = 0,0002).

Les résultats montrent l'existence d'une relation négative et significative entre la présence de l'actionnariat étatique et l'efficacité de la direction dans l'utilisation des actifs. En effet, les entreprises où il y a présence de l'actionnariat étatique ont plus de chance de voir leur performance financière diminuer que celle qui n'en ont pas. On constate également une relation positive et significative entre la taille de l'entreprise et la performance financière.

Pour ce qui est de l'efficacité avec laquelle l'entreprise utilise les fonds investis par les actionnaires (**roe**), le modèle est également satisfaisant (*p-valeur* = 0,000).

On constate une relation négative et significative entre l'actionnariat salarié et l'efficacité avec laquelle l'entreprise utilise les fonds investis par les actionnaires. Cela infirme la théorie de l'alignement (Charreaux, 1999) selon laquelle en présence d'actionnariat salarié, les intérêts de ceux-ci sont alignés sur ceux des actionnaires. Les premiers trouvant de la motivation pour booster la valeur de l'entreprise en prenant des décisions judicieuses. Ce constat nous emmène à la conclusion que notre hypothèse selon laquelle l'actionnariat salarié dans les entreprises

belges cotées en bourse influence positivement la performance financière n'est pas vérifiée. Ce résultat est soutenu par celui de Mottis & Ponsard (2002).

On constate également une relation négative et significative entre le taux d'endettement et l'efficacité avec laquelle l'entreprise utilise les fonds investis par les actionnaires.

Par contre, on constate également une relation positive et significative entre la taille de l'entreprise mesurée par le logarithme népérien du total des actifs et l'efficacité avec laquelle l'entreprise utilise les fonds investis par les actionnaires. Tout comme l'indicateur **roa**, nous avons trouvé qu'à nature de l'actionnariat similaire, les entreprises du secteur de holding ont plus de chance que les entreprises des services sociaux (prises comme référence dans le modèle) de développer de meilleures performances.

Tableau 9 : régression de la nature de l'actionnariat et la performance financière

	Variables explicatives	Variables à expliquer	
		ROA	ROE
	Constante (β)	-0.542 (0.118)	-0.102 (0.000)
	pactint	-0.244 (0.375)	-1.08 (0.577)
	pactsala	-0.386 (0.150)	-1.08 (0.000)***
	Tend	-0.0028 (0.901)	-0.024 (0.034)**
	Taill	0.0392 (0.018)**	-0.075 (0.000)***
	Actetat (oui)	-0.256 (0.013)**	-0.189 (0.664)
	Actind (oui)	-0.145 (0.159)	-
Secteurs	Holding	0.185 (0.393)	1.12 (0.01)
	Commerce	-0.029 (0.906)	-
	Conseil	-0.190 (0.419)	-
	Immobilier	0.111 (0.624)	-
	Industrie	-0.0674 (0.749)	0.202 (0.641)
	Inter-monnaire	0.005 (0.987)	-
	R & D	-0.251 (0.328)	-
	Telecommunication	0.269 (0.291)	-
	Transport	-0.367 (0.159)	-
Statistiques	Wald	42.46 (0.0002)***	
	Fisher		6.31 (0.000)***

Seuil : *:10%, **:5%, ***:1%

Source: Stata 16

5. CONCLUSION

L'environnement sans cesse en mutation dans lequel les entreprises évoluent de nos jours, les pousse à recherche sans cesse de potentiels leviers de performance.

Ce mémoire établit dans quelle mesure la structure de l'actionnariat influencera la performance financière des entreprises belges cotées en bourse. Plus spécifiquement, il était question d'établir d'une part, la relation entre la concentration de l'actionnariat et la performance financière, et d'autre part la relation entre la nature de l'actionnariat et la performance financière. Les données utilisées concernent cent entreprises sur une période de neuf ans.

Les résultats montrent que la concentration de l'actionnariat influence négativement la performance des entreprises belges cotées en bourse en général, toutefois, on remarque que la performance financière est associée positivement à la concentration de l'actionnariat jusqu'à un certain niveau de détention, puis négativement au-delà de ce niveau.

Nous constatons également une relation négative et significative entre la présence de l'actionnariat étatique et l'efficacité de la direction dans l'utilisation des actifs. En effet, les entreprises où il y a présence de l'actionnariat étatique ont plus de chance de voir leur performance financière diminuer que celles qui n'en ont pas.

Il existe une relation négative et significative entre l'actionnariat salarié et l'efficacité avec laquelle l'entreprise utilise les fonds investis par les actionnaires

Ce travail présente néanmoins quelques limites : lors de la constitution de notre échantillon, de nombreuses entreprises ont été écartées principalement parce que leurs données étaient manquantes. Aussi, tous les secteurs d'activité n'ont pas été pris en compte pour la même raison.

Toutefois ce sont les entreprises qui sont véritablement en activité sur la période qui ont été analysées. Ces résultats peuvent être utilisés par les chercheurs, les investisseurs et les pouvoirs publics afin de les éclairer dans les prises de décisions en ce qui concerne les sociétés cotées en bourse.

6 ANNEXES

6.1. Annexe 1 : Test d'hétéroscédasticité pour la concentration de l'actionnariat

```
. reg residus roa
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	900
Model	21.0906373	1	21.0906373	F(1, 898)	=	17.06
Residual	1110.35953	898	1.23648054	Prob > F	=	0.0000
Total	1131.45017	899	1.25856526	R-squared	=	0.0186
				Adj R-squared	=	0.0175
				Root MSE	=	1.112

residus	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
roa	.1441563	.0349046	4.13	0.000	.0756523 .2126604
_cons	-.0508056	.0371236	-1.37	0.171	-.1236647 .0220535


```
. reg residus1 roe
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	900
Model	.533517646	1	.533517646	F(1, 898)	=	1.67
Residual	286.591836	898	.319144583	Prob > F	=	0.1964
Total	287.125353	899	.31938304	R-squared	=	0.0019
				Adj R-squared	=	0.0007
				Root MSE	=	.56493

residus1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
roe	.054432	.0420992	1.29	0.196	-.0281922 .1370562
_cons	.002687	.0188313	0.14	0.887	-.0342716 .0396455

6.2. Annexe 2 : Test d'hétéroscédasticité pour la nature de l'actionnariat

. reg residus2 roa

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	900
Model	25.8951571	1	25.8951571	F(1, 898)	=	19.71
Residual	1180.06811	898	1.31410703	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.0215
				Adj R-squared	=	0.0204
Total	1205.96327	899	1.34144969	Root MSE	=	1.1463

residus2	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
roa	.1597343	.0359836	4.44	0.000	.0891126	.230356
_cons	-.0498809	.0382712	-1.30	0.193	-.1249922	.0252304

. reg residus3 roe

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	900
Model	.923772452	1	.923772452	F(1, 898)	=	3.10
Residual	267.421017	898	.297796233	Prob > F	=	0.0785
				R-squared	=	0.0034
				Adj R-squared	=	0.0023
Total	268.34479	899	.298492536	Root MSE	=	.54571

residus3	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
roe	.0716246	.0406667	1.76	0.079	-.0081883	.1514375
_cons	.0026381	.0181906	0.15	0.885	-.0330629	.0383392

6 RÉFÉRENCES

- Adair, P. (2014). Théorie du compromis versus Théorie du financement hiérarchique : Une analyse sur un panel de PME non cotées.
- Adair, P., & Adaskou, M. (2011). Théories financières et endettement des PME en France : Une analyse en panel. *Revue internationale PME Économie et gestion de la petite et moyenne entreprise*, 24(3-4), 137-171.
- Ahmeti, F., & Prenaj, B. (2015). A critical review of Modigliani and Miller's theorem of capital structure. *International Journal of Economics, Commerce and Management (IJEEM)*, 3(6).
- Amandine, D. (2010). Le financement des entreprises : Méthodes et évolutions. *Publications Pimido*.
- Aubert, N., Chassagnon, V., & 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*, 154, 151-176.
- Aubier, M., & Cherbonnier, F. (2007). L'accès des entreprises au crédit bancaire. *Economie prevision*, 1, 121-128.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The journal of finance*, 57(1), 1-32.
- Batteau, P. (2009). Actionnaires, dirigeants financiers et managers. *Revue française de gestion*, 8, 319-342.
- Benghazala, Z., Benarbi, H., & Lotfi, S. (2017). Le dirigeant marocain face à la théorie de l'agence : Quelle discipline pour quel résultat ? *Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit*, 1(1), Article 1. <https://revuecca.com/index.php/home/article/view/7>
- Berk, J. B., & DeMarzo, P. M. (2017). *Corporate Finance, Global Edition* (Pearson series in finance.). *Pearson Education UK*.
- Berk, J., DeMarzo, P., & Harford, J. (2015). *Fundamentals of Corporate Finance : Global Edition*. The Prentice Hall Ser. in Finance.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. *Hancourt, brace & world. Inc. Copyright, New York (Republished 1968)*.
- Brard, A., & Lamensch, M. (2020). Réforme de l'impôt des sociétés : Quels sont les avantages fiscaux dont les entreprises établies en Belgique peuvent encore bénéficier pour diminuer la charge fiscale?

- Brochier, H. (1952). Autofinancement des entreprises et théorie économique. *Revue économique*, 3(5), 609-635.
- Charreaux, G. (1997). Le statut du dirigeant dans la recherche sur le gouvernement des entreprises. *Le gouvernement des Entreprises*.
- Charreaux, G. (1999). La théorie positive de l'agence : Lecture et relectures. *G. Koenig*, 61-141.
- Charreaux, G., & Desbrières, P. (1998). Gouvernance des entreprises : Valeur partenariale contre-valeur actionnariale. *Finance contrôle stratégie*, 1(2), 57-88.
- Clerc, L. (2001). Le cycle du crédit, une revue de la littérature : Intermédiation, prime de financement externe et politique monétaire. *The credit cycle, a literature review: intermediation, financing premiums and monetary policy*, *Bulletin de la Banque de France*, 94, 43-61.
- Compère, T., & D'Hondt, C. (2019). Identification des facteurs explicatifs de la structure financière, selon les secteurs d'activité, des entreprises belges cotées sur la bourse de Bruxelles entre 2013 et 2018.
- Coutrot, T., & Rebérioux, A. (2005). Gouvernance d'entreprise : Quels pouvoirs pour quelles finalités ? Note élaborée dans le cadre du groupe de travail du Conseil scientifique d'Attac, «Economie solidaire et démocratie économique».
- Cyril, V. (2011). La fiscalité des comptes courants d'associés. Publications Pimido.
- Dalmas, J. (1999). Communication financière et introduction en bourse. *LEGICOM*, 19(3), 3-8. <https://www.cairn.info/revue-legicom-1999-3-page-3.htm>
- Danet, D. (2010). Compte courant d'associé. Difficulté de trésorerie. Remboursement immédiat (oui). *RTDCom. Revue trimestrielle de droit commercial et de droit économique*, 02, 359.
- D'arcimoles, C. H. (2006). Une étude des effets de l'actionnariat salarié dans le contexte de l'entreprise multinationale : Une approche attitudinale interculturelle [PhD Thesis]. Schneider Electric SA.
- De Jong, A., Verbeek, M., & Verwijmeren, P. (2011). Firms' debt–equity decisions when the static tradeoff theory and the pecking order theory disagree. *Journal of Banking & Finance*, 35(5), 1303-1314.
- Deffains-Crapsky, C. (1996). Financement mezzanine : Choix d'une structure d'endettement. *Finéco*, 6(1), 15-29.
- De La Bruslerie, H. (2014). Analyse financière-5e éd. : Information financière, évaluation, diagnostic. *Dunod*.

- Demsetz, H. (1967). Towards a Theory of Property Rights. *American Economic Review*. Vol. 57. 2. : 347-359.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership : Causes and consequences. *Journal of political economy*, 93(6), 1155-1177.
- Denis, D., & McConnell, J. (2003). International Corporate Governance, ECGI. *Finance Working Paper*.
- Desbrières, P. (2002). Les actionnaires salariés. *Revue française de gestion*, 5, 255-281.
- Enz, T. (2006). Financement mezzanine—un instrument hybride prometteur. *Economic Briefing No 42, Credit Suisse. Economic Research*.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2004). The capital asset pricing model : Theory and evidence. *Journal of economic perspectives*, 18(3), 25-46.
- Francoeur, C., & Rakoto, P. (2006). La gestion des bénéficiaires et la performance boursière : Cas des entreprises acquéreuses canadiennes.
- Furubotn, E. G., & Pejovich, S. (1972). Property rights and economic theory : A survey of recent literature. *Journal of economic literature*, 10(4), 1137-1162.
- Galpin, N. (2004). Can the pecking order explain the costs of raising capital? *Available at SSRN 475770*.
- Gaud, P., & Jani, E. (2002). Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses : Une étude empirique.
- Ginglinger, E. (2003). Stewart C. Myers : Une autre approche du financement des entreprises. *Les grands auteurs en finance*, 236-260.
- Girerd-Potin, I., Louvet, P., & Garces-Jimenez, S. (2008). Relation entre notation sociale et structure financière des entreprises : Une étude empirique.
- Godard, L. (1998). Les déterminants du choix entre un conseil d'administration et un conseil de surveillance. *Finance Contrôle Stratégie*, 1(4), 39-61.
- Goffin, M. (2007). « Callable bonds », étude de deux décisions cruciales : Émission et remboursement anticipé [PhD Thesis]. Paris 1.
- Goffin, M. (2017). Les changements fondamentaux sur le marché des obligations callables émises par les firmes américaines au cours des 40 années 1974-2013. *La Revue des Sciences de Gestion*, 5, 51-62.
- Gorton, G., & Schmid, F. A. (2000). Universal banking and the performance of German firms. *Journal of Financial economics*, 58(1-2), 29-80.
- Guery, L., & Stévenot, A. (2017). L'actionnariat salarié favorise-t-il la diffusion d'information aux salariés et leur participation aux décisions stratégiques? Une question de

- gouvernance d'entreprise. *Management international/International Management/Gestiòn Internacional*, 21(4), 61-75.
- Hilmi, Y. (2014). Degré d'intégration de l'audit interne et performance des entreprises marocaines/cas de la région de rabat-sale-Zemmour-Zair.
- Holderness, C. G. (2003). A survey of blockholders and corporate control. *Economic Policy Review April*, 51564.
- Hollandts, X. (2005). Réconcilier le capital financier et le capital humain par l'actionnariat salarié? L'apport de la Nouvelle Théorie des Droits de Propriété.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The journal of finance*, 28(4), 911-922.
- Lajmi, A., & Gana, M. (2011). Structure de Propriété et Qualité de l'Audit Externe : Cas des Entreprises Belges Cotées. *Comptabilités, économie et société, cd-rom*.
- Lazarides, T., Drimpetas, E., & Dimitrios, K. (2009). Ownership structure in Greece : Impact of corporate governance. *IUP Journal of Corporate Governance*, 8(3/4), 75.
- Leary, M. T., & Roberts, M. R. (2010). The pecking order, debt capacity, and information asymmetry. *Journal of financial economics*, 95(3), 332-355.
- Malissen, W., & Pierre, F. (1995). Valorisation de l'entreprise et théorie financière.
- Mard, Y., & Marsat, S. (2012). Gestion des résultats comptables et structure de l'actionnariat : Le cas français. *Comptabilité Contrôle Audit*, 18(3), 11-42.
- Mard, Y., Marsat, S., & Roux, F. (2014). Structure de l'actionnariat et performance financière de l'entreprise : Le cas français. *Finance Contrôle Stratégie*, 17-4.
- Marteau, D. (2021). Les marchés de capitaux-3e éd. Dunod.
- Martre, H., Clerc, P., & Harbulot, C. (1994). Intelligence économique et stratégie des entreprises. *Rapport du commissariat général au Plan, Paris, La documentation française*, 17, 82-94.
- Massane, C. (2021). Trois essais sur le rôle de la bourse dans le financement des petites capitalisations [PhD Thesis]. *Bordeaux*.
- Miller, M. H. (1977). Debt and taxes. *The Journal of Finance*, 32(2), 261-275.

- Miloud, T. (2001). Structure financière et performance économique des PME : Étude empirique sur les entreprises belges. *Louvain-la-Neuve, Louvain School of Management, Département d'administration et de gestion*.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital : A correction. *The American economic review*, 53(3), 433-443.
- Mottis, N., & Ponsard, J. (2002). L'influence des investisseurs institutionnels sur le pilotage des entreprises. *Revue française de gestion*, 5, 225-248.
- Myers, S. C. (1984). Capital structure puzzle. *National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA*.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Peretti, J.-M., Autissier, D., Frimousse, S., & Lahouel, B. B. (2014). Relation entre investissement institutionnel et performance sociale : Évidence empirique des entreprises françaises. *Revue des Sciences de Gestion*, 3(267-268), 15-25.
- Pigé, B. (1998). Enracinement des dirigeants et richesse des actionnaires. *Finance Contrôle Stratégie*.
- Prowse, S. (1994). Corporate governance : Comparaison internationale: une étude des mécanismes de contrôle d'entreprise aux états-unis, en grande-bretagne, au japon et en allemagne. *Revue d'économie financière*, 31, 119-158.
- Robinson, A. D., Fert, I., Webb, D. N., Thacher, S., & Bartlett, L. L. P. (2013). Mezzanine Finance : Overview. *Simpson Thacher & Bartlett LLP. Last modified*.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure : The incentive-signalling approach. *The bell journal of economics*, 23-40.
- Sahut, J.-M., & Gharbi, H. O. (2011). Influence des actionnaires institutionnels français et étrangers sur la performance financière des firmes. *La revue des sciences de gestion*, 5, 51-62.
- Salloum, C., & Azoury, N. (2010). Gouvernance, stress financier et performance des entreprises Cas des entreprises libanaises. *La revue des sciences de Gestion*, 3, 43-52.
- Sentis, P. (2005). Introduction en Bourse Quelles stratégies pour l'entreprise candidate1. *Revue française de gestion*, 31(158), 225.
- Simon, Y., & Lautier, D. (2009). Titrisation : Analyse économique et financière.

- Stanciu, C. (2009). Évolutions conceptuelles de la terminologie utilisée dans le domaine des marchés financiers.
- Stulz, R. M. (2021). Latitude managériale et politique financière.
- Tajer, A., OUBERKA, B., & RIGAR, S. M. (2021). Structure de l'actionnariat et performance financière des entreprises marocaines cotées en bourse. *Revue Française d'Economie et de Gestion*, 2(8).
- Thiveaud, J.-M. (1994). De la gouvernance des grandes sociétés : Un incessant différend dans l'espace et le temps. *Revue d'économie financière*, 31, 243-276.
- Thomsen, S., Pedersen, T., & Kvist, H. K. (2006). Blockholder ownership : Effects on firm value in market and control based governance systems. *Journal of Corporate finance*, 12(2), 246-269.
- Trébucq, S. (2002). L'actionnariat salarié dans les entreprises familiales du SBF250 : Un outil de création de valeur. *Finance Contrôle Stratégie*, 5(4), 107-135.
- Villamil, A. P. (2008). The Modigliani-Miller Theorem. *The New Palgrave Dictionary of Economics, Second Edition*. Eds. Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume. Palgrave Macmillan, 6.
- Voix, D., Artus, P., & Théodore, J.-F. (2006). La place des marchés d'actions dans le financement de l'économie : Interview à deux voix. *Revue d'économie financière*, 67-83.
- Zéghal, D. M., Chtourou, S., & Fourati, Y. M. (2006). Impact de la structure de propriété et de l'endettement sur les caractéristiques du conseil d'administration : Étude empirique dans le contexte d'un pays émergent. *COMPTABILITE, CONTROLE, AUDIT ET INSTITUTION (S), CD-Rom*.
- Zorgui, I. (2009). Le choix de financement entre la dette et l'équité : Survol de la théorie et application pour les firmes canadiennes de 1998 à 2003.