UNIVERSITÉ DU BURUNDI
GRENIER DU SAVOIR DU BURUNDI
Dépôt institutionnel officiel
https://repository.ub.edu.bi

Géographie du capital et performance financière des entreprises burundaises, pp. 168-205,

MBONABUCA David; NIYUHIRE Prisca; GAHUNGU Dieudonné,

2018-04
UB, Cahiers du CURDES
https://repository.ub.edu.bi/handle/123456789/589

MBONABUCA David, NIYUHIRE Prisca, GAHUNGU Dieudonné, Géographie du capital et performance financière des entreprises burundaises, pp. 168-205, Cahiers du CURDES n° 17, Avril 2018.

Document téléchargé depuis le **Grenier du Savoir du Burundi** — https://repository.ub.edu.bi

GEOGRAPHIE DU CAPITAL ET PERFORMANCE FINANCIERE DES ENTREPRISES BURUNDAISES

Par

David MBONABUCA[43]

Prisca NIYUHIRE[44]

Dieudonné GAHUNGU[45]

Résumé

Le présent article étudie le lien entre la géographie du capital et la performance financière à partir d'un échantillon de convenance de 30 entreprises burundaises pour l'exercice 2014. Les variables comme la concentration du capital et l'étatisation du capital ont été retenues pour représenter la géographie du capital. La mesure de la performance financière retenue est le Return On Investment (ROE). Des modèles de régression linéaire multiple à coupe instantanée ont été utilisés.

Les résultats de l'étude montrent que la géographie du capital exerce un effet positif non significatif au seuil 10% sur la performance financière des entreprises burundaises avec le degré de concentration du capital. Ce résultat confirme la thèse de la neutralité et renseigne que la concentration du capital n'influence pas significativement la performance financière des entreprises étudiées. Ce résultat nous conduit à suggérer aux entreprises burundaises de privilégier d'autres facteurs que la concentration du capital pour améliorer leur performance.

---

[43] Master en Sciences de Gestion et Assistant à l'UGL

[44] Docteur en Sciences de Gestion et enseignant-chercheur à l'ISCO/UB

[45] Docteur en Sciences de Gestion et Professeur Associé à la FSEG/UB

L'étude montre également que la géographie du capital exerce un effet négatif non significatif au seuil de 10% sur la performance financière des entreprises étudiées avec le niveau de détention du capital par l'Etat. Cela s'explique par la présence, au Burundi, de coûts politiques liés à l'étatisation du capital des entreprises et cela quel que soit le pourcentage d'actions détenues par l'Etat. Ces coûts nuisent à la performance financière de ces entreprises. Avec ce résultat, nous suggérons à l'Etat de se concentrer principalement sur ses missions régaliennes et de régulateur de l'activité économique. En cas de participation dans l'actionnariat des entreprises, il devrait clarifier ses missions en tant qu'actionnaire pour éviter le conflit entre ses objectifs sociaux et économiques. Il devrait aussi s'efforcer à améliorer la gouvernance de ses entreprises.

Mots-clés: Géographie du capital, performances financières, entreprises burundaises

Introduction

La performance financière est l'une des principales préoccupations des managers d'entreprises. Or, ces derniers n'agissent pas dans l'indépendance totale car leurs décisions sont influencées par plusieurs facteurs dont la qualité de la gouvernance d'entreprise à travers les contrôles des actionnaires. Cette dernière est fonction de la géographie du capital qui est définie comme étant la composition de l'actionnariat d'une société (Ckouekam, 2015) et c'est cette définition qui sera considérée dans la suite de ce travail.

Il existe de nombreuses études sur la géographie du capital et la performance financière des entreprises. Elles restent marquées par l'absence de consensus aussi bien au niveau des choix méthodologiques pour les variables retenues qu'au niveau des résultats trouvés. Certaines spécifient l'étatisation du capital, d'autres restent globales sur la concentration du capital. Les résultats de l'influence de la concentration du capital sur la performance d'entreprise vont dans tous les sens: un effet positif pour les tenants de la thèse de convergence tels que Nakamura et Shivdasani (2000), Chen (2001), un effet négatif pour les tenants de la thèse d'enracinement tels que Kirchmaier et Grant (2005), Thomsen, Kvist et Pedersen (2006) et Thomsen et al. (2006) et un effet neutre pour les tenants de la thèse de neutralité comme Holderness et Sheehan (1988).

Les études qui spécifient l'étatisation du capital n'ont pas non plus abouti au même résultat, les unes telles que celles de Mard et al. (2014), de Würtenberger et Neidhardt (2007) et de Barry

(2010) observent un effet négatif dans le sens où l'étatisation du capital s'accompagne des coûts politiques, au moment où d'autres tels que Tian et Estrin (2008) et Ng et al. (2009) et Naciri (2006) trouvent une relation non linéaire.

Partant de cette diversité de résultats, la présente étude a pour objectif de vérifier la nature et l'ampleur de l'effet de la géographie du capital sur la performance financière des entreprises dans le contexte burundais. La concentration et l'étatisation du capital sont bien spécifiées.

La suite de cet article est structurée comme suit:

1. revue de la littérature;
2. démarche méthodologique;
3. présentation et discussion des résultats;
4. conclusion.

1. Revue de la littérature

Il existe de nombreuses études sur la géographie du capital et la performance financière des entreprises. Nous présentons deux catégories d'études: celles qui portent sur la concentration du capital et celles qui concernent l'étatisation du capital.

Dans le cadre d'études sur la concentration du capital, la revue de la littérature dégage trois principales catégories de résultats. La première catégorie d'études met en évidence une relation positive entre concentration du capital et la performance financière (**thèse de convergence**). La seconde met en relief une relation négative entre ces deux variables (**thèse d'enracinement**). La troisième catégorie quant à elle montre l'absence d'impact de l'actionnariat concentré sur la performance financière (**thèse de neutralité**).

La thèse de convergence est présentée dans la théorie de l'agence. D'après Jensen et Meckling (1976), la théorie de l'agence ou dilemme de l'agence est une branche de l'économie qui s'occupe des conséquences du problème *« principal-agent »* en particulier à l'intérieur d'une même entité économique, une administration ou une entreprise.

La concentration du capital est envisagée comme un moyen de contrôle qui permet d'inciter les dirigeants à créer de la valeur pour les actionnaires. Ainsi, le dirigeant d'une entreprise à actionnariat dispersé ou diffus va subir moins de contrôle et peut agir d'une façon sous-optimale du point de vue des actionnaires soit en s'appropriant

des avantages personnels, soit en surinvestissant dans des projets à VAN négative comme le précisent Jensen et Meckling (1976). Ces deux auteurs montrent que l'actionnariat diffus ne peut jouer un rôle positif sur la performance financière que si le marché financier est très actif. En cas d'absence de ce dernier, il est cohérent de prévoir a priori une concentration du capital pour un monitoring interne et fort, propice à la performance financière.

Wanda (2001) a étudié la relation entre la forte détention du capital et la performance des entreprises dans le contexte camerounais caractérisé par l'absence de marché financier. La mesure de la performance a été faite suivant deux approches: l'approche actionnariale et l'approche partenariale. Ainsi, pour la première approche, il a retenu le ratio: résultat d'exploitation/fonds propres et pour la seconde approche le ratio valeur ajoutée/chiffre d'affaires. Concernant la concentration du capital, la variable retenue est le pourcentage de détention du capital et il a considéré que le seuil de concentration est de 20%. La conclusion de son étude empirique à l'aide des modèles de régressions multiples est que la forte concentration du capital a un effet positif marginal sur la valeur globale de l'entreprise et n'a aucun effet sur la valeur actionnariale. Ces résultats corroborent ceux de Januszewski, Koke et Winter (1999) qui analysaient les effets de la concentration du capital sur la performance des entreprises allemandes. Ceux-ci ont trouvé un effet positif non significatif entre ces deux variables.

Berles et Means (1932) suggèrent qu'il existe une relation positive et linéaire entre la concentration du capital et la valeur de l'entreprise. En effet, d'après ces auteurs, les firmes dont le capital est diffus souffrent d'un déficit de contrôle qui détruit la performance financière. Dans le même contexte, Shleifer et Vishny (1986) mettent en relief l'importance du rôle du gros actionnaire.

De leur côté, Hill et Snell (1988) ont montré que la concentration du capital affecte positivement la performance financière à travers les choix stratégiques notamment en encourageant l'innovation. Quant à Agrawal et Mandelker (1990), l'existence de gros actionnaires conduit à un meilleur monitoring des managers et une meilleure performance surtout si le capital est concentré entre les mains des investisseurs institutionnels.

Dans le contexte japonais, Kaplan et Minton (1994) ainsi que Morck, Nakamura et Shivdasani (2000) ont confirmé le rôle disciplinaire joué par les gros actionnaires. Pour la Chine, Chen et Bowen (2001) ont examiné la relation entre la structure de propriété et la valeur des firmes. Les résultats ont montré une forte relation positive entre une propriété concentrée et la valeur de l'entreprise.

En testant l'impact de la structure de propriété sur la performance financière des entreprises non financières cotées à la bourse de Thailand, Wiwattanakantung (2001) conclut que les firmes dont l'actionnariat est concentré ont une rentabilité plus élevée que les firmes dont l'actionnariat est dispersé.

D'autres chercheurs ayant abouti à la thèse de convergence sont notamment Claessens et al. (2002) qui ont constaté un lien positif entre les deux variables (concentration de l'actionnariat et performance financière), Boubakari et al. (2005) ayant observé une relation positive sur un échantillon international. Pour eux, l'effet positif est plus net lorsque la protection des actionnaires minoritaires est plus faible. Notons également qu'en Espagne une pareille étude a été faite par Andes et Alonso (2007) et a abouti à un lien positif entre la concentration de l'actionnariat et la performance financière en particulier si l'actionnaire de contrôle est majoritaire.

Certains auteurs comme Mard, Marsat et Roux (2014) ont étudié la relation entre la concentration de l'actionnariat et la performance financière et ont trouvé que la part détenue par le principal actionnaire est associée positivement aux performances financières jusqu'à un certain seuil de détention puis négativement au-delà de ce seuil évalué entre 23% et 44% selon les mesures de performance. Leurs résultats s'alignent à ceux de Kirchmaier et Grant (2005) sur un échantillon de 97 sociétés cotées européennes et à ceux de Margaritis et Psillaki (2010) sur un échantillon de PME françaises.

Pour la thèse d'enracinement, selon Parrat (1999), l'enracinement consiste pour les dirigeants à valoriser (pour eux-mêmes) leur présence au sein de l'entreprise en rendant coûteuse leur révocation et en réduisant ainsi leur risque de remplacement. Ainsi, le dirigeant peut

donc adopter des stratégies d'enracinement, c'est-à-dire de se rendre indispensable aux yeux des actionnaires.

Contrairement à la théorie de l'agence, Morck, Shleyfer et Vishy (1988) estiment que la détention d'une part importante du capital par un ou quelques actionnaires peut provoquer un accroissement de l'espace discrétionnaire du dirigeant émanant du groupe majoritaire et peut limiter le contrôle de la part des *stakeholders*. La part du capital détenue par l'actionnaire majoritaire peut être un instrument de maintien du dirigeant à son niveau de pouvoir et peut empêcher son remplacement en cas de sous-performance.

Les travaux de Kirchmaier et Grant (2005) et de Thomsen, Kvist et Pedersen (2006) ont mis en évidence une relation négative entre concentration de l'actionnariat et performance financière dans le contexte européen. Thomsen et al. (2006) confirment ces résultats si le premier actionnaire détient plus de 10% du capital.

Fama et Jensen (1983) montrent que l'actionnaire de contrôle peut profiter de sa position pour s'attribuer des richesses de la firme au détriment des actionnaires minoritaires, ce qui peut conduire à un enracinement de l'actionnaire majoritaire, préjudiciable à la performance de l'entreprise comme le précisent Shleifer et Vishny (1997).

A travers une étude faite sur les entreprises françaises, Thomsen et al. (2006) ainsi que Boubaker (2007) trouvent que la concentration du

capital peut conduire à des effets d'enracinement. De même, Djelassi (1996) abouti à une relation négative entre structure de propriété du capital et performance financière lorsque l'actionnaire principal détient une part supérieure à 20%.

D'autres recherches ayant abouti à un effet négatif entre la concentration du capital et la performance financière des entreprises sont celles de Januszewski, Koke et Winter (1999) qui mesurent cette performance par le taux de croissance de la productivité et de Bianco et Casavola (1999) où la performance financière est mesurée par le retour sur investissement (ROI) et le rendement des ventes. Belot (2010) montre quant à lui que les actionnaires de contrôle optent pour des fusions-acquisitions pour extraire des bénéfices privés dans le cas où ils détiennent des droits de vote bien supérieurs à leurs droits aux bénéfices; ce qui constitue donc une expropriation des minoritaires. Ce comportement des majoritaires pourrait conduire à des conflits et accroître ainsi les coûts d'agence qui réduisent à leur tour les performances financières des entreprises.

La thèse de neutralité de la concentration du capital sur les performances financières des entreprises quant à elle est telle que le pourcentage de détention du capital par un actionnaire ou un groupe d'actionnaires n'affecte pas les performances financières des entreprises. Les tenants de cette thèse sont nombreux dans différents contextes spatio-temporels bien que les variables retenues soient différentes.

Dans ce cadre, Holderness et Sheehan (1988) trouvent qu'il n'y a pas de différence significative de performance entre les firmes à capital diffus et celles dont le capital est détenu par un actionnaire majoritaire. Il en est de même pour Mulari et Welch (1989) qui trouvent que la performance des organisations fermées (c'est-à-dire à faible diffusion de titres) n'est pas différente de celle des organisations ouvertes (c'est-à-dire à forte diffusion des titres). De leur part, Demsetz et Lehn (1985) examinent l'influence de la présence des actionnaires majoritaires sur la performance financière. Leurs résultats montrent que la relation entre l'indice de concentration et le taux de rentabilité des capitaux propres (ROE) est négative et non significative.

D'autre part, Obama (2013), dans le cadre camerounais, mesure la concentration du capital par la part de capital des principaux actionnaires de plus de 40% et la performance par le ratio de rentabilité à court terme (EBE/CA) et celui de rentabilité à long terme (RBE/AT) et confirme la thèse de neutralité. Il en est de même pour Wanda (2001) qui trouve, toujours au Cameroun, que la forte concentration du capital n'influence pas la richesse des actionnaires, la concentration du capital étant mesurée par le % du capital détenu tandis la valeur actionnariale par le ratio: Résultat d'exploitation/Capitaux propres. Ce résultat reste conforme à ceux de Liu et Peng (2006) montrant que l'impact de la détention du capital dépend des contraintes directement liées à l'entreprise. Dans le même ordre d'idée, sur les entreprises tunisiennes, le travail de Wiem et

Wafa (2005) ne relève aucune relation entre la concentration du capital et la performance.

A côté des études que nous venons de présentées, d'autres qui spécifient l'actionnariat étatique existent bien qu'elles soient peu nombreuses (Mard et Marsat, 2012). La plupart de ces études mettent en évidence une incidence négative de la détention d'une part de capital par l'Etat sur la performance financière. Quelques études seulement ont débouché sur une relation concave entre les deux variables.

En rapport avec les études qui trouvent un effet négatif, d'après Melecki (2005), l'Etat n'est pas un actionnaire comme les autres. Il peut être exigeant en termes de dividendes ou empêcher la signature de certains contrats contraires à l'intérêt national. Il peut aussi poursuivre une activité structurellement déficitaire et cela peut influencer négativement la performance financière des entreprises. De plus, les firmes où l'Etat est actionnaire sont davantage soumises à des coûts politiques, la sélection des dirigeants peut répondre à des choix politiques plutôt qu'à une volonté d'optimiser la performance de l'entreprise (Boycko et al., 1996).

Les recherches empiriques essentiellement conduites dans les contextes européens et chinois tendent à indiquer un lien négatif entre actionnariat étatique et performances financières. Il s'agit notamment de Thomsen et Pedersen (2000), de Mard et Marsat (2009), de Mard, Marsat et Roux (2014), de Würtenberger et Neidhardt (2007), de Barry(2010) et de Gunasekarage et al. (2007).

S'agissant des études qui trouvent une relation non linéaire entre le degré de détention du capital par l'Etat et la performance financière des entreprises, elles ont conclu à une relation convexe en forme de U semblant montrer d'abord un lien négatif pour de faibles niveaux de détention puis un lien positif au-delà de ce niveau selon Wei et al. (2005), Tian et Estrin (2008) et Ng et al. (2009), Naciri (2006) et Melecki (2005).

Dans un premier temps, l'accroissement du capital étatique, le capital privé étant majoritaire diminue les performances financières. L'Etat n'ayant donc pas une grande propriété cherchera à tirer profit de la valeur créée par l'entreprise par exemple à partir des règlementations lui favorisant au détriment des actionnaires privés, malgré leur importante propriété de capital. L'Etat peut donc s'octroyer les privilèges de designer les managers et les contrôler même s'il est minoritaire. Dans un second temps, au moment où l'Etat devient principal propriétaire, il s'investit dans la bonne gestion de l'entreprise. Cela peut augmenter la performance financière.

La revue de la littérature vient de montrer que la concentration du capital peut avoir trois effets sur la performance des entreprises: positif, négatif ou neutre. Notre étude se déroulant au Burundi où le code des sociétés prévoit que le nombre de droits de vote en assemblée générale soit proportionnelle au nombre d'actions détenues, c'est l'actionnaire dominant qui a un grand pouvoir de décision. Ce qui est à l'origine d'un contrôle des coûts d'agence pouvant améliorer la performance de l'entreprise. Nous nous attendons donc à un effet

positif de la concentration du capital sur la performance financière des entreprises étudiées.

Concernant l'étatisation du capital, la revue de la littérature souligne que la plupart d'études trouvent un effet négatif de l'étatisation du capital sur la performance des entreprises. Dans le cadre de cette étude, nous nous attendons aussi à cet effet négatif étant donné la présence des coûts politiques liés à l'étatisation du capital au niveau des entreprises burundaises.

2. Démarche méthodologique

Au niveau méthodologique, nous avons défini la méthode de recherche utilisée, les techniques de collecte des données et le processus d'échantillonnage.

2.1. Méthode, techniques et échantillonnage

Dans la présente étude, nous avons utilisé la méthode économétrique pour tester le lien entre, d'une part, la concentration du capital et la performance financière des entreprises burundaises et, d'autre part, le niveau du capital détenu par l'Etat et la performance financière de ces entreprises. Trois techniques ont été utilisées pour collecter les informations nécessaires à la présente étude. Il s'agit de: la technique documentaire, la technique statistique et la technique d'entretien (voir annexe 3).

La population mère de notre échantillon est constituée de l'ensemble des entreprises burundaises. Nous avons choisi 30 entreprises selon la méthode de tirage raisonné, qui est scientifiquement acceptable dans un travail exploratoire. Nous nous sommes inspirés de Dépelteau (2000) pour qui, un échantillon doit avoir une taille de 10% de la population mère et se composer d'un minimum de 30 individus. C'est ainsi qu'à défaut de connaître avec exactitude la taille de la population, nous avons choisi un échantillon de taille minimum de 30 entreprises commerciales et industrielles. Le choix a été fait par la méthode non probabiliste, on choisit un individu après s'être assuré qu'il détient l'information recherchée selon Rakotoarinosy (2012). En effet, lorsque l'on ne maîtrise pas la liste des éléments constituant la population, on utilise une méthode d'échantillonnage non probabiliste où le choix des individus est raisonné.

Pour y arriver, dans le cadre de ce travail, nous avons dû visiter les sites des organes de régulation et de contrôle des entreprises pour voir la liste de quelques entreprises existantes au Burundi. Il s'agit du site de la BRB[46], celui de l'ARCA[47], le site du SCEP[48], celui de l'ARCT[49]. L'échantillon contient aussi des entreprises du secteur hôtelier[50] et celles du secteur de sécurité sociale[51].

Dans cette étude, les entreprises choisies sont celles remplissant les conditions cumulatives suivantes:

[46] http://www.brb.bi, consulté le 10/7/2017
[47] http://www.arca.bi, consulté le 20/7/2017
[48] http://www.scep.bi, consulté le 14/5/2017
[49] http://www.arct.gov.biau, 26/5/2017
[50] http://www.arct.gov.biau, 26/5/2017
[51] http://www.lespagesjaunesafrique.com/sociétés/burundi/sécurité-sociale, consulté le 13/5/2017.

- ✓ Une entreprise commerciale ou industrielle;
- ✓ Une entreprise régie par le code des sociétés au Burundi;
- ✓ Une entreprise produisant les états financiers en fin d'exercice;
- ✓ Une entreprise à capitaux privés, publics ou mixtes.

Nous nous sommes par après dirigés vers les entreprises choisies pour collecter les états financiers ainsi que d'autres informations nécessaires pour la réalisation de la présente étude telles que celles qui concernent la structure de propriété du capital (Géographie du capital). La présente étude concerne l'exercice 2014.

2.2. Mesure des variables et spécification du modèle

Pour effectuer les différents tests économétriques, nous avons défini les différentes variables et nous avons également spécifié nos modèles économétriques. Nous parlons dans ce point des variables choisies et de leurs mesures ainsi que de la spécification des modèles utilisés.

- ➢ **Mesure des variables**

Les variables indépendantes sont la concentration du capital (CAC) mesurée par le % de détention du capital par l'actionnaire majoritaire et l'étatisation de l'actionnariat (ETA) mesurée par le % de détention du capital par l'Etat. La variable dépendante retenue pour la performance financière (PERF) est la rentabilité financière (ROE) mesurée par le rapport RN/Capitaux propres. Pour la variable ROE, nous avons choisi de comparer le résultat net aux capitaux propres

dans la mesure où notre étude porte sur la structure de propriété du capital des actionnaires (fonds propres).

La première variable de contrôle utilisée est la taille de l'entreprise (TAIL) mesurée par le logarithme népérien du total actif. L'étude faite par Mard, Marsat et Roux (2014) a montré que la taille de l'entreprise est associée négativement à la performance financière, les grandes entreprises innovent difficilement comparativement aux PME.

La deuxième variable de contrôle retenue est le levier financier (LF) mesuré par le rapport des dettes aux capitaux propres. La variation du levier financier peut donc entrainer un effet de levier. Selon Thibierge et Thomas (1997), l'effet de levier peut être présenté très rapidement dans son principe. Son mécanisme tient à deux propositions:
(1) la rentabilité des fonds propres est accrue par un recours à l'endettement financier si et seulement si la rentabilité des actifs est supérieure au coût des dettes;
(2) cette augmentation de rentabilité a pour contrepartie une augmentation du risque financier de l'entreprise qui croît avec le niveau des dettes de l'entreprise.

- **Spécification du modèle**

Un modèle de régression linéaire multiple de forme suivante a été utilisé:
PERF= $B_o + b_1 GEC + \varepsilon$. Les modèles spécifiques sont les suivants:
Modèle 1: ROE= $B_0 + b_1 CAC + b_2 TAIL + b_3 LF + \varepsilon$.

Modèle 2: ROE= $B_0+b_1ETA+b_2TAIL+b_3LF+\varepsilon$.

Nos modèles s'inspirent de celui de Wiem et Wafa (2005) qui examinent les effets de la structure de propriété sur la performance comptable d'un échantillon d'entreprises industrielles tunisiennes non cotées et observées entre 1999 et 2002. Dans le précédent modèle cité, trois variables définissent la structure de propriété: la concentration du capital, la nature des actionnaires majoritaires et la propriété managériale. La performance des firmes est mesurée par le rendement sur les capitaux propres et le rendement sur actif. Concernant la structure de propriété et la performance, ce modèle est: PERF = $\beta 0 + \beta 1 STPR + \beta 2\ TAIL + \varepsilon$.

Dans la présente étude, les modèles utilisés sont à coupe instantanée. En effet, les valeurs des variables sont celles de l'exercice 2014.

3. Présentation et discussion des résultats

Les résultats des tests de régression linéaire par les MCO sont présentés aux tableaux ci-dessous.

Tableau 1: Estimation par les MCO de la régression du ROE pour le 1er modèle

Variable	*Coefficient*	*t-Statistic*	*Prob.*	R^2	R^2 *ajusté*
C	1.629645	0.256341	0.7997	0.965063	0.961032
CAC	0.799445	0.520211	0.6073		
LF	-0.183933	-26.51416	0.0000		
TAIL	-0.052854	-0.211633	0.8340		

Source: Auteurs à partir des valeurs des variables de l'étude et par Eview

On remarque que le coefficient de la variable LF est égal à -0.183933. Cela signifie qu'une augmentation de 1% du levier financier des entreprises entraîne une diminution de 0.18% du taux de rentabilité financière de ces entreprises. La concentration du capital n'influence pas significativement le taux de rentabilité financière dans la mesure où son coefficient n'est pas statistiquement significatif. Il en est de même pour la variable TAIL.

Selon la règle de Klein (1969), il n'y a pas de présomption de multi colinéarité puisque tous les carrés des coefficients de corrélation partielle sont inférieurs à R^2 (Voir annexe 2). Le test de Farrar Glauber (1967) a été également fait. Le déterminant de la matrice des coefficients de corrélation D= 0.883022875. Le Khi^2 calculé = 3,3381786446 tandis que le Khi^2 tabulé = 10,6446. Le Khi^2 calculé est inférieur à Khi^2 tabulé. Ainsi, nous concluons qu'il n'y a pas présence de problème de multicolinéarité.

Ce modèle est bien spécifié d'autant plus que R-squared est supérieur à 50%. Pour notre cas, la rentabilité financière est expliquée à 96% par l'ensemble des variables du modèle. De plus, la probabilité associée au F-statistic est inférieur à 5% (voir annexe 1).

Les résultats du 2^{e} modèle sont présentés dans le tableau suivant.

Tableau 2: Estimation par les MCO de la régression du ROE pour le 2^{e} modèle

Variable	*Coefficient*	*t-Statistic*	*Prob.*	R^2	R^2 *ajusté*
C	4.813089	0.783728	0.4403	0.965321	0.961319
ETA	-0.727286	-0.682302	0.5011		
LF	-0.185041	-25.57343	0.0000		
TAIL	-0.141321	-0.566537	0.5759		

Source: Auteurs à partir des valeurs des variables de l'étude et par Eviews

De même que pour le premier modèle, on constate que le coefficient de la variable LF est négatif (-0.185041). Cela signifie qu'en moyenne une augmentation du levier financier de 1% entraîne une diminution du taux de rentabilité financière des entreprises étudiées de 0.18%. Le coefficient de la variable ETA n'est pas significatif même au seuil de 10% ; ce qui montre que cette variable n'a pas d'effet significatif sur le taux de rentabilité financière. Selon les résultats ci-dessus, la variable TAIL n'influence pas le ROE du fait qu'elle est associée à un coefficient non significatif.

.Selon la règle de Klein (1969), il n'y a pas de présomption de multicolinéarité puisque tous les carrés des coefficients de corrélation partielle sont inférieurs à R^2 (Voir annexe 2).

Le test de Farrar Glauber a été également fait et donne les résultats suivants: le déterminant de la matrice des coefficients de corrélation D = 0.828701329. Le Khi^2 calculé = 5.0418619 tandis que le Khi^2 tabulé = 10,6446. Le Khi^2 calculé est inférieur à Khi^2 tabulé. Ainsi, nous concluons qu'il n'y a pas présence de problème de multicolinéarité.

Le ROE est expliqué à 96% par l'ensemble des variables du modèle. De plus, la probabilité associée au F-statistic est inférieur à 1%, soit 0,000000. Notre 2^e modèle est donc bien spécifié (voir annexe 1).

Concernant l'impact de la concentration du capital sur la performance financière des entreprises étudiées, nous avons abouti à un effet positif non significatif au seuil de 10%. Ce résultat va dans le sens des

prédictions de la thèse de la neutralité. Ce résultat confirme la logique de nos prédécesseurs qui ont trouvé des résultats dans le sens des prédictions de la thèse de la neutralité comme Holderness et Sheehan (1988), Mulari et Welch (1989) , Demsetz et Lehn (1985), Obama (2013), Wanda (2001), Liu et Peng (2006) et Wiem et Wafa (2005).

Il se dégage de ces résultats un effet négatif non significatif au seuil de 10% de l'étatisation du capital sur la performance financière des entreprises étudiées. Ce résultat est expliqué par le fait que l'étatisation du capital des entreprises burundaises s'accompagne des coûts politiques et cela quel que soit le pourcentage d'actions détenues par l'Etat. Ces coûts nuisent à la performance financière des entreprises. Il s'agit d'un résultat qui est dans le même sens que celui de Thomsen et Pedersen (2000), de Mard et Marsat (2009), de Mard, Marsat et Roux (2014), de Würtenberger et Neidhardt (2007), de Barry (2010), de Boycko et al. (1996) et de Gunasekarage et al. (2007).

Le levier financier a un effet négatif et significatif au seuil de 1%. En effet, le levier financier n'a un effet positif sur la performance de l'entreprise endettée que quand le coût de l'endettement est inférieur à la rentabilité des projets financés par cet endettement même. Or, au Burundi, le coût de la dette est élevé. En effet, les taux d'intérêts moyens sur les prêts sont très élevés, soit le taux débiteur moyen

général de 16,85%[52] en Décembre 2015 alors que la rentabilité financière moyenne pour les entreprises étudiées est négative.
La taille exerce un effet négatif quoique non significatif sur la performance financière. Comme l'a signalé Mard, Marsat et Roux (2014), les grandes entreprises innovent difficilement et cela nuit à leur performance.

En somme, au seuil de 10%, nous avons remarqué que la géographie du capital a un effet positif non significatif sur la performance financière avec le degré de concentration du capital (CAC) tandis qu'elle exerce un effet négatif non significatif sur la performance financière avec le niveau de détention du capital par l'Etat (ETA). De plus, la variable de contrôle LF influence la rentabilité financière (effet négatif significatif à 1%) alors que la variable TAIL exerce effet négatif non significatif à 10% sur le taux de rentabilité financière.

En rapport avec la concentration du capital, le résultat trouvé est dans le sens du signe attendu. Cependant, l'effet reste non significatif. Cette neutralité peut être expliquée par les incidences opposées des actionnaires privés et étatiques sur la performance financière des entreprises étudiées. Le pourcentage du capital détenu par l'Etat explique, en fait, négativement la performance financière des

[52] http//www.brb.bi, taux d'intérêt moyens pondérés débiteurs appliqués par les banques à la fin de période, consulté le 20 Août 2016

entreprises étudiées. Pour l'étatisation du capital, le résultat trouvé est également dans le sens du signe attendu quoique l'effet reste non significatif. Nos résultats mettent en évidence également l'importance du coût de la dette pouvant freiner le développement de l'investissement et la rentabilité ainsi que le problème d'innovation des grandes entreprises qui nuit à leur performance.

Conclusion

Le présent article étudie, pour l'exercice 2014, le lien entre la géographie du capital et la performance financière avec un échantillon de 30 entreprises burundaises de secteurs diversifiés sélectionnées selon la méthode de choix raisonné. Des modèles économétriques à coupe instantané ont été utilisés.

Les résultats de l'étude montrent que la géographie du capital exerce un effet positif non significatif au seuil 10% sur la performance financière des entreprises étudiées avec le degré de concentration du capital. Ce résultat est conforme à la thèse de la neutralité et va dans le sens des études de Holderness et Sheehan (1988), de Mulari et Welch (1989), de Demsetz et Lehn (1985), d'Obama (2013), de Wanda (2001), de Liu et Peng (2006) et de Wiem et Wafa (2005).

Ce résultat renseigne que la concentration du capital n'influence pas significativement la performance financière des entreprises étudiées. Cela nous conduit à suggérer aux entreprises burundaises de

privilégier d'autres facteurs que la concentration du capital pour améliorer leur performance financière.

L'étude montre également que la géographie du capital exerce un effet négatif non significatif au seuil de 10% sur la performance financière des entreprises étudiées avec le niveau de détention du capital par l'Etat. Cela s'explique par la présence, au Burundi, de coûts politiques liés à l'étatisation du capital des entreprises et cela quel que soit le pourcentage d'actions détenues par l'Etat. Ces coûts nuisent à la performance financière de ces entreprises. Il s'agit d'un résultat qui est dans le même sens que celui de Thomsen et Pedersen (2000), de Mard et Marsat (2009), de Mard, Marsat et Roux (2014), de Würtenberger et Neidhardt (2007), de Barry (2010), de Boycko et al. (1996) et de Gunasekarage et al. (2007).

Avec ce résultat, nous suggérons à l'Etat de se concentrer principalement sur ses missions régaliennes et de régulateur de l'activité économique. De plus, l'Etat devrait clarifier ses missions en tant qu'actionnaire pour limiter les coûts politiques et améliorer la gestion des entreprises dans lesquelles il détient des capitaux. Les résultats de l'étude sont dans le sens des signes attendus bien que les effets restent non significatifs.

Notre étude présente des limites. La première limite de cette recherche est celle liée à l'hétérogénéité des caractères des entreprises de l'échantillon. En effet, il serait mieux d'analyser les entreprises du même secteur d'activité en vue de neutraliser l'effet « secteur ».

La deuxième faiblesse est celle relative à la méthode d'échantillonnage utilisée (échantillonnage à choix résonné). Cette méthode ne permet donc pas de généraliser les résultats sur toute la population.

Les pistes de recherche futures qui peuvent permettre de prolonger cette étude sont notamment l'étude des liens entre la géographie du capital et la performance financière dans le cas d'un échantillon probabiliste, la prise en compte des théories partenariales et performance globale et l'intégration d'autres variables de la géographie du capital comme l'actionnariat national, l'actionnariat étranger, etc.

Références bibliographiques

1. Agrawal, A., Mandelker, G., (1990), "Large shareholders and the monitoring of managers:The case of antitakeover charter amendments", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.25, pp.143-161.
2. Andrés-Alonso, P. et Alonso-Bonis, S. , (2007), "Ownership structure and performance in large spanish Companies. Empirical evidence in the context of an Endogenous relation", *Corporate Ownership & Control*, Vol. 4, pp.205-216.
3. BAD, OCDE et PNUD (2014): rapport sur les perspectives économiques en Afrique: cas du Burundi.
4. BANCOBU, Rapports annuels, exercices 2011-2015, disponibles sur https://www.bancobu.com/rapports/rapport_annuel.pdf, consulté le 20/7/2017.
5. Barry, T. A. , (2010), *Structure actionnariale des banques, risque et efficience*, Thèse de doctorat, Université de Limoges, France.
6. BBCI, Rapports annuels, exercices 2011-2015.
7. BCB, Rapports annuels, exercices 2011-2015, disponibles sur https://www.bcb.bi/index.php?option=com_content&view=article&id=79&Itemid=27&lang=fr, consultés le 22/7/2017.
8. Belot, F. , (2010), "Excess Control Rights and Corporate Acquisitions », *8th International Paris Finance Meeting* (AFFI).

9. Berle, A. et Means, G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction Publishers, New Brunswick (USA) and London (UK).
10. Bianco, M. and Casavola, P. (1999), "Italian corporate governance: Effects on financial structure and firm performance". *Eur. Econ. Rev.*, Vol. 43? Pp. 1057-1069.
11. BNDE, Rapports annuels, exercices 2011-2015, disponibles sur http://bnde.bi/fr/publications, consulté le 15/7/2017.
12. Boubaker, S. , (2007), "Ownership-Control Discrepancy and Firm Value: Evidence from France", *Multinational Finance Journal*, vol. 11, n° 3-4, pp. 211-252.
13. Boubakri, N., Cosset, J. C. et Guedhami, O. , (2005), "Investor Protection, Corporate Governance and Privatization", *Journal of Financial Economics*, vol. 76, pp. 369-300.
14. Boycko, M., Shleiferet, A. and Vishny, R. W. , (1996), "A Theory of Privatization", *Economic Journal,* Vol.106, pp.309-319.
15. Chen, S.L. and Bowen, J.T. , (2001), "The relationship between customer loyalty and customer satisfaction", *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, Vol. 13, pp. 213-217.
16. Ckouekam O.(2015),*Géographie du capital et contrôle des entreprises au cameroun: impact du contexte socio-politique et culturel, Thèse de Doctorat ,Université de Bordeaux, NNT : 2015BORD0396*

17. Claessens, *S.*, Djankov, S., Fan, J.P.H. et Lang, L.H.P. , *(2002),* "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings», *Journal of Finance,* Vol. 57, pp. 2741–2771.
18. Corhay, A. et Mbangala, M. (2008), *Diagnostic financier des entreprises: manuel et études de cas*, les éditions de l'Université de Liège.
19. Demsetz, H., Lehn, K. , (1985), "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, Vol. 93, pp.1155-1177.
20. Dépelteau, F. (2000), *La demarche d'une recherche en sciences humaines: de la question de depart à la communication des résultats*, De Boek.
21. Djelassi, M. , (1996), « Structures de propriété, relation d'agence et performance des firmes françaises cotées en bourse », *Journal de la société statistique de Paris*, vol.3, pp. 51-77.
22. ECOBANK, Rapports annuels, exercices 2011-2014.
23. ECOSAT, Rapport d'audit financier, exercice 2009.
24. Fama, E. F., Jensen, M. C. , (1983), "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, vol. 26, pp. 301-325.
25. Farrar, R.E. ,Glauber R.R. (1967) : Multicollinearity in Regression Analysis : The Problem Revisited, Review of Economics and Statistics, 49, 92-107.

26. Gunasekarage, A. , Hess, K. , et Hu, A. J. , (2007), "The influence of the degree of state ownership and the ownership concentration on the performance of listed Chinese companies", *Research in International Business and Finance*, vol. 21, pp. 379-395.
27. Hill, C. , Snell, S. , (1988), "External Control, Corporate Strategy, and Firm Performance in Research-Intensive Industries", *Strategic Management Journal*, vol. 9, pp. 577-590.
28. Holderness, C.G. , Sheehan, D.P. , (1988), "Constraints on Large-Block Shareholders", *National Bureau of Economic, Research Working Paper* No. 6765.
29. Hope Fund Burundi, Rapport annuel, exercice 2014.
30. IDEC (2014), *La santé financière des Sociétés à Participation Publique*, Bujumbura, disponible sur http://www.idec.org.bi/images/13mais/Sante%CC%81_Fiancie%CC%80re_des_Socie%CC%81te%CC%81s_a%CC%80%20Participation_Publique%20(SPP).pdf, consulté le 14/6/2017.
31. Januszewski, S. I. , Koke, J. et Winter, J. K. , (1999), «Concurrence sur le marché des produits, la gouvernance d' entreprise et de performance de l' entreprise: une analyse empirique pour l' Allemagne », *ZEW Discussion Papers,* 99-63.
32. Jensen, M., Meckling, W. H. , (1976), "Theory of a firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.

33. Kaplan, S.N. et Minton, B.A. , (1994), "Appointments of outsiders to Japanese boards Determinants and implications for managers", *Journal of Financial Economics*, vol. 36, pp. 225-258.
34. Klein L.R. (1969).« Estimation of Interdependant System in Macroeconometrics», Econometrica, 37, pp. 171-192,Chicago.
35. Kirchmaier, T. et Grant, J. , (2005), "Corporate Ownership Structure and Performance in Europe", *European Management Review*, vol. 2, pp. 231-245.
36. Liu, Y. et Peng, Y. , (2006), "Institutional ownership composition and accruals quality", *Working paper*, SSRN.
37. Madani, W.E. et Wafa, K. , (2005), «Effets de la structure de propriété sur la performance comptable: étude empirique sur les entreprises Tunisiennes industrielles non cotées», *Comptabilité et Connaissances*, France. pp.CD-Rom, <halshs-00581192>.
38. Mard, Y., Marsat, S. , (2009*),* «La gestion du résultat comptable autour d'un changement de dirigeant en France», *Revue Comptabilité – Contrôle – Audit,* Vol. 18, pp.141-170.
39. Mard, Y. et Marsat, S. , (2012), «Gestion des résultats comptables et structure de l'actionnariat: le cas français», *revue Comptabilité - Contrôle – Audit*, vol.3, pp.11-42
40. Mard, Y., Marsat, S. et Roux, F. , (2014), «Structure de l'actionnariat et performance financière de l'entreprise: le cas français», *revue finance contrôle stratégie*, vol. 17, pp. 59-83.
41. Margaritis, D. et Psillaki, M. , (2010), "Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance", *Journal of Banking & Finance*, vol. 34, pp. 621-632.

42. Melecki, C. , (2005), «L'Etat-actionnaire, l'exemple atypique d'un grand actionnaire», *Cahier de droit de l'entreprise* N°5.
43. Morck, R. , Schleifer, A. , Vishny, R. W. , (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, vol.20, pp.293-315.
44. Morck, R., Nakamura, M. et Shivdasani, A. , (2000), "Banks, ownership structure, and firm value in Japan", *Journal of Business*, vol. 73, pp. 539-567.
45. Mulari, R., et Welch, J.B. , (1989), "Agents, owners, control and performance", *Journal of Business Finance and Accounting*, vol.16, pp. 385-398.
46. Naciri, A. , (2006), *Traité de Gouvernance corporative: théories et pratiques à travers le monde*, Presses de l'Université de Laval, ISBN 2-7637-8289-2.
47. Ng, A., Yuce, A., et Chen, E. , (2009). «Determinants of state equity ownership, and its effect on value/performance: China's privatized firms", *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 17, pp. 413-443.
48. Obama, J.N. , (2013), «L'impact de la qualité de la gouvernance sur la rentabilité durable des entreprises familiales dans le contexte d'un pays en développement: le cas du Cameroun », *Dakar-Sénégalownership and control*, vol. 4, pp. 206-216.
49. Parrat, F. , (1999), *Le gouvernement d'entreprise*, Editions maxima, Paris. publishers, New Brunswisk (US) and London (UK).

50. Rakotiarinosy, O. M. , (2012), *Diagnostic des entreprises de la filière lait - défis, opportunités et perspectives- Cas de la région d'Analamanga* – Madagascar, Ecole Supérieure des Sciences Agronomiques (ESSA) de l'Université d'Antananarivo, Madagascar.
51. Shleifer, A. et Vishny, R. W. , (1986), " Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, Vol. 94, pp. 461-488.
52. Shleifer, A. and Vishny, R.W. , (1997), "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 737-783.
53. Thibierge,C. et Thomas, P.(1997), "L'effet de levier:une relecture operationnelle a destination des decideurs financiers d'entreprise",*Cahier de recherche ESCP*, n° 97-135
54. Thomsen, S., Pedersen, T. et Kvist, H., (2006), "Blockholder Ownership: effects on firm value in market and control based governance systems", *Journal of Corporate finance*, vol.12, pp. 246-269.
55. Thomsen, S. et Pedersen, T. , (2000), "Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies", *Strategic Management Journal*, vol. 21, pp. 689-705.
56. Tian, L., Estrin, S. , (2008), "Retained State Shareholding in Chinese Plcs: Does Government Ownership Always Reduce Corporate Value?" *Journal of Comparative Economics*, vol. 36, pp. 74-89.
57. Wanda, R., (2001), «Structure financière et performance des entreprises dans un contexte sans marché financier: le cas du Cameroun», *Revue du Financier*, Vol. 5, pp.64-80.

58. Wei, Z.B., Xie, F.X., Zhang, S.R. , (2005), "Ownership Structure and Firm Value in China's Privatized Firms: 1991-2001", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 40, pp. 87-108.

59. Wiem, E. M. et Wafa, K. (2005), Effets de la structure de propriété sur la performance comptable: Une étude empirique sur les entreprises tunisiennes industrielles non cotées. Comptabilité et Connaissances, May 2005, France. pp.CD-Rom, halshs-00581192.

60. Wiwattanakantung, Y. , (2001), "Controlling Shareholders and Corporate Value: Evidence from Thailand", *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 9, pp. 323-362.

61. Würtenberger, T. et Neidhardt, S., (2007), «La conception allemande des relations entre État et économie», *Revue française d'administration publique,* vol .4, pp.585-599.

Annexe 1: Les résultats des tests de régression pour les modèles de l'étude

Résultats pour le 1er modèle

Dependent Variable: ROE

Method: Least Squares

Date: 03/20/18 Time: 03:04

Sample: 1 30

Included observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.629645	6.357323	0.256341	0.7997
CAC	0.799445	1.536771	0.520211	0.6073
LF	-0.183933	0.006937	-26.51416	0.0000
TAIL	-0.052854	0.249741	-0.211633	0.8340

R-squared	0.965063	Mean dependent var	-2.139333
Adjusted R-squared	0.961032	S.D. dependent var	11.78283
S.E. of regression	2.325962	Akaike info criterion	4.649710
Sum squared resid	140.6625	Schwarz criterion	4.836536
Log likelihood	-65.74565	Hannan-Quinn criter.	4.709477
F-statistic	239.4015	Durbin-Watson stat	2.039420
Prob(F-statistic)	0.000000		

Source: Auteurs à partir des valeurs des variables de l'étude et par Eviews

Résultats pour le 2e modèle

Dependent Variable: ROE

Method: Least Squares

Date: 03/20/18 Time: 03:07

Sample: 1 30

Included observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.813089	6.141277	0.783728	0.4403
ETA	-0.727286	1.065929	-0.682302	0.5011
LF	-0.185041	0.007236	-25.57343	0.0000
TAIL	-0.141321	0.249447	-0.566537	0.5759

R-squared	0.965321	Mean dependent var	-2.139333
Adjusted R-squared	0.961319	S.D. dependent var	11.78283
S.E. of regression	2.317380	Akaike info criterion	4.642318
Sum squared resid	139.6266	Schwarz criterion	4.829144
Log likelihood	-65.63477	Hannan-Quinn criter.	4.702085
F-statistic	241.2421	Durbin-Watson stat	2.215629
Prob(F-statistic)	0.000000		

Source: Auteurs à partir des valeurs des variables de l'étude et par Eviews

Annexe 2: Les matrices des carrés des coefficients de corrélation des variables explicatives

Matrice pour le 1er modèle

1.00000000	0.02520816	0.09094932
0.02520816	1.00000000	0.01074744
0.09094932	0.01074744	1.00000000

Source : Auteurs à partir des valeurs des variables explicatives

Matrice pour le 2eme modèle

1.00000000	0.08055839	0.06499038
0.08055839	1.00000000	0.01074744
0.06499038	0.01074744	1.00000000

Source : Auteurs à partir des valeurs des variables explicatives

Annexe 3: Guide d'entretien avec les responsables financiers des entreprises

I. Questions de sélection des entreprises à retenir

1. Votre entreprise, est-elle régie par le code des sociétés ?
2. Votre entreprise présente-t-elle un caractère commercial, industriel ou de services à but lucratif ?
3. Votre entreprise produit-elle les états financiers en fin d'exercice conformément aux normes comptables nationales ?

II. Questions concernant les entreprises retenues

1. Quelle est l'évolution historique de votre entreprise ?
2. Votre entreprise œuvre dans quel secteur d'activité ?
3. Comment le capital de votre entreprise est-il partagé entre actionnaires ?
4. Quels sont les % du capital détenus par le principal actionnaire et par l'Etat?
5. Les droits de vote en assemblée générale sont-ils fonction du nombre d'actions
   détenues? Qu'en est-il de la désignation des organes de gestion ?

Centre Universitaire de Recherche pour le Développement Economique et Social

Référence bibliographique des Cahiers du CURDES

Pour citer cet article / How to citate this article

MBONABUCA David, NIYUHIRE Prisca, GAHUNGU Dieudonné, Géographie du capital et performance financière des entreprises burundaises, pp. 168-205, Cahiers du CURDES n° 17, Avril 2018.

Contact CURDES : curdes.fsea@yahoo.fr