

## **Expropriation de l'actionnariat minoritaire au profit de l'actionnariat majoritaire : analyse descriptive sur le marché financier de l'UMOA**

### **Expropriation of minority shareholders in favor of majority shareholders: a descriptive analysis of the WAMU financial market**

**Aké Serge Pascal KOUASSI, (Docteur en Gestion)**

*UFR Sciences Economiques et de Gestion  
Université Félix Houphouët-Boigny, Côte d'Ivoire*

**Ahou Claudine OSSONON, (Docteure en Gestion)**

*UFR Sciences Economiques et de Gestion  
Université Félix Houphouët-Boigny, Côte d'Ivoire*

<b>Adresse de correspondance :</b>	UFR des Sciences Economiques et de Gestion 01 BP V 34 Abidjan 01 Université Félix Houphouët-Boigny Côte d'Ivoire (Abidjan) Abidjan 01 +225 0103355803.
<b>Déclaration de divulgation :</b>	Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude.
<b>Conflit d'intérêts :</b>	Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.
<b>Citer cet article</b>	KOUASSI, A. S. P., & OSSONON, A. C. (2023). Expropriation de l'actionnariat minoritaire au profit de l'actionnariat majoritaire : analyse descriptive sur le marché financier de l'UMOA. <i>International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics</i> , 4(6-2), 359-369. <a href="https://doi.org/10.5281/zenodo.10413990">https://doi.org/10.5281/zenodo.10413990</a>
<b>Licence</b>	<b>Cet article est publié en open Access sous licence CC BY-NC-ND</b>

*Received: November 17, 2023*

*Accepted: December 19, 2023*

**International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics - IJAFAME**

**ISSN: 2658-8455**

**Volume 4, Issue 6-2 (2023)**

## **Expropriation de l'actionnariat minoritaire au profit de l'actionnariat majoritaire : analyse descriptive sur le marché financier de l'UMOA**

### **Résumé**

L'étude analyse l'écosystème organisationnel des entreprises cotées sur le marché financier régional de l'UMOA afin d'identifier les conditions pouvant favoriser les pratiques d'expropriation des actionnaires minoritaires au profit des actionnaires majoritaires. L'étude s'intéresse spécifiquement à la structure de propriété, à la gouvernance et au cadre juridique des entreprises cotées à la BRVM. L'analyse de la concentration du capital, de la nature de la structure de propriété, de la taille du conseil d'administration des entreprises et du cadre juridique des entreprises a permis de mettre en lumière des conditions pouvant favoriser les pratiques d'expropriation des actionnaires minoritaires. Les résultats obtenus montrent qu'il existe des situations favorables aux pratiques d'expropriation actionnariale bien que le cadre réglementaire prévoit la protection des actionnaires minoritaires. La structure de propriété des entreprises, aussi bien en termes de concentration que de nature des détenteurs de parts, constitue la première source de risques des pratiques d'expropriation actionnariale. Par ailleurs, certaines entreprises, qui ont un indicateur de concentration du capital plus élevé, présentent une taille de conseil d'administration plus faible. Dans une certaine mesure, les mécanismes de gouvernance semblent être favorables aux actionnaires de contrôle qui représentent l'actionnariat étranger. L'étude a consisté en une simple description des caractéristiques organisationnelles et à l'analyse d'indicateurs de gouvernance sans identifier une pratique spécifique d'expropriation actionnariale. Des travaux futurs pourraient l'améliorer en considérant des situations spécifiques de pratiques d'expropriation actionnariale dans l'environnement de ces entreprises. Cette étude se veut être une contribution à la compréhension et à l'amélioration du cadre réglementaire des entreprises cotées, devenu un enjeu important pour les régulateurs.

**Mots clés :** Structure de propriété, concentration de capital, actionnaire minoritaire, expropriation, tunneling

**Classification aJEL :** G32

**Type de l'article :** Recherche appliquée

### **Abstract**

The study analyzes the organizational ecosystem of companies listed on the UMOA's regional financial market in order to identify the conditions that could favor expropriation practices of minority shareholders for the benefit of majority shareholders. The study focuses specifically on the ownership structure, governance and legal framework of companies listed on the BRVM. The analysis of the concentration of capital, the nature of the ownership structure, the size of the board of directors of companies and the legal framework of companies made it possible to highlight conditions that could favor expropriation practices of minority shareholders. The results obtained show that there are situations favorable to shareholder expropriation practices although the regulatory framework provides for the protection of minority shareholders. The ownership structure of companies, both in terms of concentration and the nature of shareholders, constitutes the primary source of risk from shareholder expropriation practices. Furthermore, certain companies which have a higher capital concentration indicator have a smaller board size. To some extent, the governance mechanisms appear to be favorable to controlling shareholders who represent foreign ownership. The study consisted of a simple description of organizational characteristics and the analysis of governance indicators without identifying a specific practice of shareholder expropriation. Future work could improve it by considering specific situations of shareholder expropriation practices in the environment of these companies. This study is intended to be a contribution to the understanding and improvement of the regulatory framework for listed companies, which has become an important issue for regulators.

**Keywords:** Ownership structure, capital concentration, minority shareholders, expropriation, tunneling

**JEL Classification:** G32

**Paper type:** Empirical research

## 1. Introduction

Les pratiques d'expropriation des actionnaires minoritaires au profit des actionnaires majoritaires se présentent sous plusieurs formes et sont générées par différentes situations organisationnelles. Elles ont pour conséquences, outre les conflits d'intérêts, la destruction de la valeur des entreprises où elles sont pratiquées (Nekhili et Chérif, 2009). Différentes conditions organisationnelles et structurelles sont à l'origine de ces pratiques, dont les regroupements d'entreprises et l'exercice du contrôle organisationnel qui en découle. L'expropriation des actionnaires minoritaires au profit des actionnaires majoritaires se présente sous différentes formes et peut avoir des aspects prévus ou non dans les pratiques juridiques des entreprises. Ces pratiques ne sont en général pas explicites et proviennent de situation d'exercice du pouvoir de contrôle en fonction des pourcentages de parts détenues et de leurs implications. La structure des groupes d'entreprises, la concentration de la propriété aux mains de groupes ou d'actionnaires restreints, la présence et le contrôle de l'actionnariat étranger, la propriété managériale, la faiblesse des structures de gouvernance, la faiblesse ou l'inexistence de cadre juridique favorable à la protection de l'actionnariat minoritaire sont autant de facteurs expliquant et favorisant l'expropriation des actionnaires minoritaires au profit des actionnaires majoritaires (Biebuyck, Chapelle et Szafarz, 2004).

Le contexte des entreprises cotées sur le marché financier régional de la BRVM présente plusieurs caractéristiques mettant en lumière les déterminants identifiés dans la littérature financière en général. La structure de propriété des entreprises cotées sur le marché financier régional montre l'importance et la "domination" de l'actionnariat étranger et la concentration du capital aux mains de cet actionnariat, pour la majorité des entreprises. En outre, la structure actionnariale de ces entreprises présente une très faible, voire inexistante, présence d'un actionnariat institutionnel. Les études sur la performance des entreprises cotées sur le marché financier de l'UMOA (Kouassi, 2022) montrent que la performance des entreprises est influencée par la structure actionnariale et la gouvernance de ces entreprises. En outre, sur le marché financier régional, la concentration du capital des entreprises qui semble être une « règle », influence négativement la performance des entreprises. Par contre, ces études montrent que le capital est concentré dans les mains de l'actionnariat étranger dont la présence influence positivement la performance de ces entreprises. Dans la quête de la compréhension de ces relations entre nature et concentration de l'actionnariat et performance des entreprises, un regard du côté des pratiques d'expropriation pourrait apporter des réponses. Quels sont les caractéristiques favorisant les pratiques d'expropriation des actionnaires minoritaires au profit des actionnaires majoritaires sur le marché financier de l'UMOA ?

La présente étude analyse l'écosystème des entreprises cotées sur le marché financier régional de l'UMOA afin d'identifier les facteurs pouvant favoriser les pratiques d'expropriation des actionnaires minoritaires. Elle s'intéresse spécifiquement aux différentes caractéristiques présentes dans la gouvernance et la structure de propriété des entreprises, mais également au cadre juridique de ces entreprises. Elle postule par ailleurs que la structure actionnariale et la gouvernance des entreprises cotées sur le marché financier de l'UMOA constituent la source du développement des pratiques d'expropriation actionnariale.

Le développement des opérations de rapprochement d'entreprises, les opérations de restructuration, l'importance de la propriété des groupes étrangers dans la structure de capital des entreprises cotées à la BRVM sont autant de raisons pour améliorer les pratiques de gouvernance et assurer la protection des actionnaires minoritaires dans ces structures de groupe. Cette étude est également une contribution à la compréhension ou à l'amélioration du cadre réglementaire des entreprises cotées, devenu un enjeu important pour les régulateurs.

La première section de l'étude présente une revue de littérature aussi bien théorique qu'empirique relative aux pratiques d'expropriation actionnariale. La deuxième section fait une

analyse descriptive de la structure de propriété, de la gouvernance et de l'environnement réglementaire des entreprises cotées, suivie d'une troisième section qui interprète les résultats obtenus.

## **2. Revue de la littérature et contexte réglementaire des entreprises de l'étude**

Le cadre théorique permettant d'expliquer la pratique d'expropriation actionnariale est celui de la théorie de l'agence qui met en confrontation les actionnaires de contrôle et les actionnaires minoritaires. Plusieurs situations d'expropriation ont été identifiées dans différents contextes avec des facteurs presque communs, dont la structure de groupe des entreprises, la répartition du capital des entreprises, les mécanismes et pratiques de gouvernance, le cadre réglementaire des entreprises.

### **2.1. Cadre théorique**

L'analyse des pratiques d'expropriation actionnariale repose sur le cadre théorique de la théorie de l'agence. En effet, les conflits évoqués dans le cadre de l'expropriation des actionnaires minoritaires mettent en opposition les actionnaires de contrôle et les actionnaires minoritaires. Pour Charreaux (2006), cité par Navatte et Schier (2011), l'importance croissante des structures à forte concentration de capital, par exemple, emmène le débat original sur la théorie d'agence à s'orienter vers l'analyse des relations entre actionnaires dominants et actionnaires minoritaires. Il faudra en outre ajouter à la concentration du capital, la gouvernance et ses mécanismes qui favorisent cette orientation des conflits d'agence. Ainsi, ces conflits mettant en relation actionnaires majoritaires et actionnaires minoritaires permettent d'identifier un comportement d'expropriation ou de détournement de la richesse générée par les entreprises au détriment des actionnaires minoritaires et au profit des actionnaires de contrôle. Ce comportement d'expropriation, appelé tunneling dans la littérature financière, consiste donc à spolier par les actionnaires majoritaires, vu leur position de contrôle, la richesse des actionnaires minoritaires. Le tunneling se matérialise de diverses manières et de façon implicite en général. Il s'agit de l'appropriation d'une partie des flux financiers de l'exploitation de l'entreprise ou de la valeur des actifs de celle-ci ou même des fonds de l'entreprise.

Dans la littérature financière, il est identifié plusieurs mécanismes et pratiques pour appréhender cette forme de dépossession des actionnaires minoritaires. Le tunneling peut s'appréhender par l'acquisition par les actionnaires majoritaires de la trésorerie en provenance de l'achat ou de la vente d'actifs, de biens ou de services à des prix supérieurs ou inférieurs à leur valeur de marché (Nekhili et Chérif, 2009). Les prêts avec des conditions particulièrement favorables aux actionnaires de contrôle, les prêts inter-entreprises accordés à des actionnaires influents ou à des parties liées, les augmentations de capital dilutives ou réservées, l'acquisition de titres additionnels à prix préférentiel avec pour objectifs de diluer les intérêts des actionnaires minoritaires, l'achat ou la vente d'actions entre anciens actionnaires sont des mécanismes qui aboutissent à l'expropriation des actionnaires minoritaires au profit des actionnaires dominants (Navatte et Schier, 2011). En outre, les prix de transfert fixés entre sociétés de même groupe, les rémunérations excessives de dirigeants, les garanties de prêts sont des pratiques qui conduisent également à l'expropriation des actionnaires minoritaires.

Différentes conditions favorisent la pratique du tunneling. Ces conditions sont relatives à la structure de groupe des entreprises, à la structure de propriété des entreprises, à la gouvernance des entreprises, au cadre réglementaire dans lequel évoluent ces entreprises, aux opérations de rapprochement entre les entreprises. La structure de groupe facilite l'appropriation de ressources par les actionnaires majoritaires surtout lorsque les structures de gouvernance sont faibles et que la protection des actionnaires minoritaires n'est pas assurée. L'organisation des groupes surtout de manière pyramidale favorise ce transfert de richesse des entreprises situées

en bas de la pyramide vers les entreprises situées en haut de la pyramide (Bebchuk et al., 2000). Ces dernières concentrent en général les droits de propriété par les principaux actionnaires qui se trouvent être les actionnaires de contrôle. Ceux-ci utilisent ces structures pyramidales ou d'autres approches telles que les participations croisées, les chaînes multiples de contrôle, les actions à droits de vote multiples pour exercer leur contrôle.

La concentration du capital des entreprises reste une des conditions favorisant le plus les pratiques d'expropriation. En effet, le degré de concentration du capital permet d'apprécier l'orientation de l'exercice du contrôle. Il revient dans la littérature financière que, lorsque l'actionnariat est dispersé, les conflits se déclenchent entre dirigeants et actionnaires minoritaires. Par contre, lorsque le capital est concentré ces conflits s'orientent vers les actionnaires de contrôle et les actionnaires minoritaires. La nature des détenteurs de parts favorise également les pratiques d'expropriation. En effet, la littérature financière (Navatte et Schier, 2011) trouve que les pratiques de tunneling sont plus probables lorsque les détenteurs de bloc de contrôle sont des entités privées ou étrangères, qui de plus concentrent des parts importantes du capital.

Les mécanismes et pratiques de gouvernance dans les entreprises ont tendance à favoriser les comportements d'expropriation par les actionnaires de contrôle. La faiblesse des structures de gouvernance pourrait jouer un rôle amplificateur dans les coûts d'agences générés par les conflits d'agence entre actionnaires de contrôle et actionnaires minoritaires. Les caractéristiques des conseils d'administration favorisent dans une certaine mesure les pratiques d'expropriation actionnariale dans le sens où ils sont fortement représentatifs de la concentration ou de la nature de la structure de propriété des entreprises. Ces caractéristiques sont liées à la taille du conseil d'administration, à la présence d'administrateurs indépendants, d'actionnaires dominants au conseil d'administration, à la qualité des comités spécialisés.

En ce qui concerne l'environnement juridique, si le niveau de protection des actionnaires minoritaires est faible, les possibilités d'expropriation par les actionnaires majoritaires devient plus important.

## **2.2. Revue des travaux empiriques**

Les travaux antérieurs sur les pratiques d'expropriation actionnariale ont été réalisés dans différents contextes institutionnels et organisationnels. Ces travaux identifient des facteurs presque communs liés à la structure de groupe, à la répartition du capital, aux mécanismes et aux pratiques de gouvernance, au cadre réglementaire des entreprises.

### **2.2.1. Structure de groupe des entreprises et expropriation actionnariale**

La structure des groupes est très déterminante dans les pratiques d'expropriation actionnariale, car elle conduit bien souvent à des situations de contrôle direct ou indirect avec exercice du pouvoir. Les groupes d'entreprises se développent à une grande échelle, certainement pour bénéficier des leviers que génère cette structuration : leviers fiscaux, financier, juridique, managérial. Selon La porta et al.(2000), cités par Biebuyck, Chapelle et Szafarz (2004), l'exercice du pouvoir dans les sociétés de groupe peut être effectué par le biais des pyramides, des participations croisées, des actions à droits de vote multiples, des émissions d'actions sans droit de vote. Dans la littérature financière, l'on peut constater que la structure des groupes permet aux entreprises de manipuler les résultats, les flux de trésorerie excédentaires ou de réaliser des allocations favorisant les actionnaires majoritaires (Liu et Lu, 2007, Thomas et al., 2004, Jian et Wong, 2004). L'"antonyme" de l'expropriation actionnariale qualifiée de "propping" sert plutôt à secourir les sociétés sous contrôle, mais avec des intentions bien souvent implicites d'expropriation reportée lorsque la filiale retrouvera la bonne situation financière.

***Hypothèse 1 : La structure de groupe des entreprises favorise les pratiques d'expropriation actionnariale.***

## **2.2.2. Structure de propriété des entreprises et expropriation actionnariale**

La concentration du capital et la nature des porteurs de parts sont deux caractéristiques essentielles de la structure de propriété à considérer dans l'analyse de l'expropriation actionnariale. Les travaux mettant en relation la concentration de la structure de propriété et sa nature avec les pratiques d'expropriation aboutissent presque aux mêmes résultats. Ces travaux notent la vulnérabilité des actionnaires minoritaires dans les groupes de forte concentration et de natures d'actionnaires à influence dominante. En général, lorsque la structure de propriété est fortement polarisée, les conflits entre dirigeants actionnaires se transforment souvent en conflits majoritaires-minoritaires (Nekhili et Chérif, 2009). Pour certains, les pratiques d'expropriation sont favorisées par la séparation entre propriété et contrôle du capital (Faccio et Lang, 2002), tandis que pour d'autres, c'est plutôt le niveau de droit de vote qui conduit à l'expropriation des minoritaires (Cronqvist et Nilsson, 2003). Pour Faccio et Lang (2002), les actionnaires qui contrôlent le capital sont emmenés à relever leurs droits de vote en tenant compte de leurs droits aux flux monétaires, par le recours à des groupes à structure pyramidale. Pour Cronqvist et Nilsson (2003), le recours par exemple à l'utilisation des actions à doubles droits de vote constitue une situation favorisant l'expropriation. En outre, la présence d'un actionnariat familial, en général de contrôle, constituerait également une situation favorisant ces pratiques. Les privilèges de contrôle détenus par certains actionnaires leur permettent de bénéficier de prêts à taux, en moyenne, inférieurs au taux du marché, d'acquérir des biens ou des actifs de filiales à des prix inférieurs à ceux du marché selon Shastri et Kahle (2004).

La structure financière des entreprises est également utilisée comme moyen d'expropriation actionnariale. Faccio et Lang (2002), montrent qu'il existe une relation positive entre l'endettement et les pratiques d'expropriation actionnariale. Selon eux, lorsque l'endettement est contracté par les entités contrôlées, l'endettement peut être détourné par le biais de transactions non équitables entre les entreprises du même groupe. Cette pratique est plus probable lorsque l'endettement est contracté auprès de banques sous contrôle de l'actionnaire principal du groupe. La Porta et al. (2000), soulignent par ailleurs que les établissements de crédit prêtent aux entreprises contrôlées par les propriétaires de la banque à des termes plus avantageux. En outre, le recours à l'endettement externe par le biais des entreprises dont les droits pécuniaires du principal actionnaire sont faibles pourrait constituer une source potentielle d'expropriation des actionnaires externes qui pourraient supporter à ces entreprises, une proportion importante du coût de l'endettement (Navatte et Schier, 2011).

***Hypothèse 2 : La concentration du capital et la nature de l'actionnariat sont de nature à favoriser les pratiques d'expropriation.***

## **2.2.3. Gouvernance des entreprises et cadre réglementaire**

Des conditions qui favorisent l'expropriation actionnariale se trouvent sur les pratiques et mécanismes de gouvernance des entreprises de groupe. La présence de l'actionnaire dominant au conseil d'administration, les caractéristiques du conseil d'administration, l'existence d'un comité d'audit indépendant, la qualité de l'audit sont des situations qui favorisent les pratiques d'expropriation actionnariale (Navatte et Schier, 2011). Fargenas (2008), Barontini et Bozzi (2008) trouvent, comme plusieurs autres auteurs, que les rémunérations des membres des conseils d'administration sont élevées lorsque les sociétés sont dans un groupe de sociétés. Cette situation a pour conséquence d'augmenter la rémunération des actionnaires dominants, présent dans le conseil d'administration. En outre, les caractéristiques du conseil d'administration telle que sa composition en termes de taille et de la présence d'administrateurs indépendants contribuent à améliorer ou non le contrôle dans les sociétés de groupe donc d'influencer d'une certaine manière les pratiques d'expropriation. Un conseil d'administration de grande taille ou une présence réduite d'administrateurs indépendants pourrait favoriser des situations défavorables aux actionnaires minoritaires. La présence d'un comité d'audit et son

indépendance sont deux caractéristiques de la gouvernance des entreprises qui favorisent les pratiques d'expropriation. En effet, dans sa vocation de veiller à la qualité, à la transparence et à la mise en œuvre de procédures de contrôle, le comité d'audit favorise les bonnes pratiques organisationnelles et la qualité de l'audit impliquant un environnement ne devant pas favoriser les pratiques d'expropriation actionnariale (Mitton, 2002 ; Cheung et al., 2006). Ces caractéristiques et pratiques de gouvernance sont soutenues par un cadre juridique et institutionnel devant défavoriser ces pratiques d'expropriation actionnariale.

***Hypothèse 3 : La gouvernance et le cadre réglementaire des entreprises influencent le développement des pratiques d'expropriation actionnariale.***

#### **2.2.4. Rapprochement entre les entreprises**

Les opérations de rapprochement des entreprises telles que les opérations de fusion acquisition ont pour conséquence directe, en général, de générer la formation de sociétés de groupe. En particulier, ces opérations permettent à des entités d'exercer le pouvoir et le contrôle dans les sociétés cibles ou de démultiplier les situations de polarisation du pouvoir. Ainsi, pour Navatte et Schier (2011), ces opérations de rapprochement d'entreprises constituent des opportunités d'exproprier les actionnaires minoritaires ou les sociétés sous contrôle. Ces pratiques d'expropriation pouvant se présenter sous différentes formes telles les augmentations de capital dilutives ou réservées (Baecck et al., 2006 ; Claessens et al., 2000).

#### **2.3. Cadre réglementaire des entreprises cotées à la BRVM**

Les entreprises cotées sur le marché financier régional de l'UMOA sont naturellement toutes des sociétés de capitaux. Elles sont régies par le droit privé de l'Organisation pour l'Harmonisation en Afrique du Droit des affaires (OHADA) relatif aux sociétés commerciales et groupements d'intérêt économique. Elles sont par ailleurs soumises à des obligations propres au marché financier régional décrites récemment dans un code de bonne gouvernance. Globalement, les entreprises cotées sont soumises à des règles et pratiques devant régir les inter relations entre les différentes parties prenantes de leur écosystème. D'un point de vue gouvernance, les obligations relatives aux sociétés cotées dans le droit privé, prévoient entre autres, l'existence d'un conseil d'administration avec un minimum de 3 membres et l'obligation pour ce conseil d'administration d'être doté d'un comité d'audit indépendant. Dans le cadre de la gouvernance de ces entreprises cotées, la BRVM a établi un code de bonne gouvernance avec des points majeurs liés à la protection des actionnaires minoritaires. Ce code qui s'articule autour de 11 principes de bases consacre un point d'honneur à la protection des actionnaires en leur dédiant les deux premiers principes. Ces principes prennent en compte l'information destinée aux actionnaires en insistant sur la responsabilité du conseil d'administration sur la qualité et l'intégrité des informations. Ce code insiste également sur la préservation des droits des actionnaires. Particulièrement le code prévoit la mise en œuvre de comités spécialisés indépendants et équitables en plus de l'organisation des conseils d'administration.

### **3. Méthodologie de l'étude**

Le cadre de la présente étude est relatif à l'environnement organisationnel et réglementaire des entreprises cotées à la BRVM, le marché financier régional de l'UMOA. La démarche d'analyse retenue dans la présente étude a consisté à faire une analyse descriptive de variables relatives à la structure de propriété et à la gouvernance des entreprises cotées sur le marché financier régional de l'UMOA. La description et l'analyse du cadre réglementaire des entreprises cotées permettent de mettre en concurrence les obligations en matière de gouvernance avec le constat de la situation des entreprises de l'étude.

### 3.1. Données et variables de l'étude

Dans le cadre de l'identification des facteurs pouvant favoriser les pratiques d'expropriation des actionnaires minoritaires dans les entreprises cotées à la BRVM, la présente étude s'intéresse aux différentes caractéristiques de la gouvernance et de la structure de propriété de ces entreprises. Les entreprises retenues dans le cadre de la présente étude sont toutes les entreprises cotées sur le marché financier régional de la BRVM à l'exception des entreprises financières dont les mécanismes de gouvernance sont différents. Il s'agit donc au total de 31 entreprises réparties sur 6 secteurs d'activités (agriculture, distribution, finances, industrie, services publics, transport et autres secteurs). Les données relatives à la gouvernance et à la structure de propriété de ces entreprises sont de source secondaire et proviennent des rapports de gestion annuels de ces entreprises. Les données traitant de la gouvernance des entreprises retenues portent sur la présence d'un conseil d'administration et sa taille. En ce qui concerne la structure de propriété, seule la concentration du capital a été retenue dans le cadre de cette étude étant donné que toutes les entreprises étudiées présentent un actionnariat étranger dominant, une rare présence de l'actionnariat institutionnel et de l'actionnariat public, en l'occurrence. Ainsi les variables retenues dans le cadre de l'étude sont la gouvernance des entreprises mesurée par la taille du conseil d'administration et la structure de propriété mesurée par la concentration du capital. La taille du conseil d'administration est mesurée par le nombre des administrateurs tandis que la concentration est mesurée par l'indice de concentration de Herfindhal.

### 3.2. Démarche d'analyse

Afin de confirmer ou d'infirmer l'existence de facteurs pouvant favoriser les pratiques d'expropriation actionnariale, la présente étude analyse la structure de propriété et la gouvernance des entreprises à la lumière de leurs cadres réglementaire et juridique. La démarche d'analyse retenue consiste à faire une analyse descriptive des résultats du calcul de l'indice de Herfindahl et du nombre d'administrateurs dans les conseils d'administration des entreprises cotées. L'indice de concentration de Herfindahl est utilisé pour mesurer la concentration du capital pour chaque société cotée. La taille du conseil d'administration est mesurée par le nombre d'administrateurs. Ainsi, une analyse descriptive des résultats est retenue pour apprécier les conditions et facteurs pouvant favoriser les pratiques d'expropriation actionnariale au sein des entreprises cotées à la BRVM.

## 4. Résultats de l'étude

Les résultats obtenus du calcul de l'indice de Herfindahl pour la concentration du capital des entreprises et la taille des conseils d'administration pour les entreprises à l'étude sont présentés dans le tableau 1. Ces résultats donnent des indications sur la structure de propriété des entreprises et sur leur gouvernance.

*Tableau 1. Structure de propriété et gouvernance des entreprises cotées à la BRVM*

Entreprises	Concentration du capital	Taille CA
AIR LIQUIDE	0,59750528	4
BERNABE	0,50407802	5
AFRICA GLOBAL LOGISTICS CI	0,65246243	13
CFAO Motors CI	0,92041978	7
CIE	0,38364584	10
FILTISAC	0,28509462	9
EVIOSYS PACKAGING SIEM CI	0,74020186	5
MOVIS CI	0,56562522	5



NEI CEDA CI	0,55326238	5
NESTLE CI	0,65602072	6
ONATEL BF	0,4506	9
ORANGE CI	0,56189364	11
PALM CI	0,38911102	9
SERVAIR ABIDJAN	0,68	8
SAPH CI	0,49779684	11
SODECI	0,41106474	11
SOLIBRA	0,62769248	6
SOGB CI	0,60727712	9
SETAO CI	0,66370642	6
SICABLE CI	0,500338	6
SICOR	0,52911246	6
SITAB	0,435451256	4
SMB	0,602152	9
SONATEL	0,25294945	10
SUCRIVOIRE	0,38315	12
TOTAL CI	0,36148614	9
TOTAL SN	0,360442	10
TRACTAFRIC MOTORS CI	0,75833672	4
UNILEVER CI	0,82597578	7
UNIWAX	0,497219	7
VIVO ENERGY CI	0,52724778	9

*Source : Auteurs, à partir de données collectées à la BRVM*

Les entreprises de l'étude sont toutes des sociétés filles de groupes étrangers et nationaux. La propriété étrangère est ainsi très importante au sein de la structure de capital de ces entreprises. La propriété institutionnelle reste très faible pour l'ensemble des entreprises cotées contrairement à la propriété publique qui est bien plus importante avec un cas de contrôle qui est celui de la Société Multinationale de Bitume (SMB) détenue à 72,60 % par l'État de Côte d'Ivoire.

Globalement, pour l'ensemble des entreprises, le capital reste très concentré. L'indice de concentration moyen du capital est de 54,13%. Cette importance de la concentration du capital des entreprises reste combinée avec la domination de la propriété étrangère. Ainsi, naturellement, cette concentration reste au bénéfice de l'actionnariat étranger. La concentration la plus élevée est de 92,04 % (CFA Motors CI), tandis que la plus faible est de 25,29 % (SONATEL).

L'analyse de la gouvernance de ces entreprises a consisté à considérer les conseils d'administration et sa taille, mesurée par le nombre des administrateurs. Les résultats montrent que toutes les entreprises cotées possèdent un conseil d'administration avec une taille moyenne de 8 administrateurs. La taille du conseil d'administration la plus importante est de 13 administrateurs (AFRICA GLOBAL LOGISTICS CI) et la taille la plus faible est de 4 (AIR LIQUIDE, SITAB, TRACTAFRIC MOTORS CI).

Ainsi, le cadre réglementaire relatif à la protection des actionnaires existe et est défini pour les entreprises cotées à la BRVM. Ce cadre réglementaire prend en compte les spécificités des entreprises cotées sur le marché financier régional et devrait constituer, dans une certaine mesure, un rempart contre les pratiques d'expropriation actionnariale.

## **5. Discussion : un environnement favorable aux pratiques d'expropriation actionnariale**

L'analyse des résultats obtenus montre qu'il existe des situations favorables aux pratiques de tunneling bien que le cadre réglementaire prévoit la protection des actionnaires minoritaires. Ces résultats correspondent bien au cadre théorique de la théorie de l'agence qui suggère une orientation des conflits d'agence vers les actionnaires minoritaires et les actionnaires majoritaires. La structure de propriété des entreprises constitue la première source de risque des pratiques d'expropriation actionnariale. En effet, l'importance de la concentration du capital implique une certaine "vulnérabilité" décisionnelle des actionnaires minoritaires. Ceux-ci se retrouvent à la merci d'éventuelles décisions intéressées des actionnaires majoritaires. Cette situation présentant des risques de pratiques d'expropriation est d'autant plus importante que la structure actionnariale des entreprises cotées ne comporte presque pas d'actionnariat institutionnel et d'actionnariat public. En outre, la structure de propriété des entreprises est concentrée aux mains de l'actionnariat étranger qui a en général un objectif d'optimisation de ses investissements. Ainsi, les décisions liées à la création de richesse et à leur allocation pourraient être très orientées vers ces actionnaires de contrôle, réduisant ainsi les attentes et les profits des actionnaires minoritaires. Ces résultats et constats vont dans le sens des résultats obtenus par Nekhili et Chérif (2009), Navatte et Schier (2011).

Les indicateurs de gouvernance analysés ne rassurent pas non plus quant à la protection des actionnaires minoritaires. En analysant les résultats obtenus, on peut constater une certaine relation entre la taille des conseils d'administration et la concentration du capital. Les entreprises qui ont un indicateur de concentration du capital le plus élevé semblent avoir la taille du conseil d'administration le plus faible. Ainsi, les mécanismes de gouvernance qui sont supposés garantir une certaine équité et une certaine protection des actionnaires semblent être favorables aux actionnaires de contrôle comme l'ont identifié Navatte et Schier (2011).

## **6. Conclusion**

L'étude de l'écosystème des entreprises cotées sur le marché financier régional de l'UMOA avait pour objectifs d'identifier les facteurs pouvant favoriser les pratiques d'expropriation des actionnaires minoritaires. Cette étude s'est intéressée à la structure de propriété et à la gouvernance des entreprises cotées sur le marché financier de la BRVM par le biais d'une analyse descriptive. La structure de propriété a été appréhendée par la nature de l'actionnariat et sa concentration. La gouvernance des entreprises a été appréciée par l'existence d'un conseil d'administration et sa taille. Les résultats obtenus présentent une concentration élevée du capital des entreprises dans les mains d'un actionnariat étranger avec une très faible présence d'actionnariat institutionnel et public. De plus, les tailles des conseils d'administration semblent avoir un lien avec la polarisation de l'actionnariat dans les mains de l'actionnariat étranger. Toute cette situation est très favorable aux pratiques d'expropriation des actionnaires minoritaires, bien qu'il existe une réglementation qui s'améliore par ailleurs, pour la protection des actionnaires minoritaires. Cette étude a porté sur la description d'un environnement et l'analyse d'indicateurs sans identifier ou choisir une pratique d'expropriation actionnariale. Des travaux futurs pourraient l'améliorer en considérant des situations précises de pratiques d'expropriation dans l'environnement de ces entreprises.

## Références :

- (1). Baeck, J.S., Kang, J.K. Lee, I., 2006, “Business Groups and Tunneling : Evidence from Private Securities Offerings Korean Chaebols”, *Journal of Finance*, Vol. 61, N° 5, pp. 2415-2449.
- (2). Barontini, R., Superiore, S., Anna, S., & Bozzi, S. (2008). Executive compensation and ownership structure. Empirical evidence for Italian listed companies,(January), 1-30.
- (3). Bebchuk, L.A., Kraakman, R., Triantis, G. (2000). Stock pyramids, cross ownership and dual class equity : the creation and agency costs of separating control from cash flow rights. NBER/University of Chicago Press, Chicago. 295-315.
- (4). Biebuyck, T., Chapelle, A., & Szafarz, A. (2004). Les leviers de contrôle des actionnaires majoritaires. *Revue gouvernance*, 1(2).
- (5). Charreaux, G. (2006). Théorie financière et stratégie financière. *Revue française de gestion*, (1), 109-137.
- (6). Cheung, Y.L., Rau, P.R., Stouraitis, A, (2006). Tunneling, propping and expropriation : Evidence from connected party transactions in Hong Kong. *Journal of Financial Economics* 82 : 343-386.
- (7). Claessens, S., Djankov, S., Lang, L.H.P., 2000, “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, pp. 81-112.
- (8). Cronqvist, H., & Nilsson, M. (2003). Agency costs of controlling minority shareholders. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 38(4), 695-719.
- (9). Faccio, M., & Lang, L. H. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of financial economics*, 65(3), 365-395.
- (10). Fargenas, S. (2008). ”How Do Family Ties, Boards and Regulation Affect Pay at the Top ? Evidence for Indian CEOs”, Working Paper, University of Essex.
- (11). Jian, M., Wong, T.J. (2004). Earnings management and tunneling through related party transactions : Evidence from Chinese corporate groups. Hong Kong University of Science and Technology, mimeo, June.
- (12). Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American economic review*, 90(2), 22-27.
- (13). Kahle, K. M., & Shastri, K. (2004). Executive loans. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(4), 791-811.
- (14). Kouassi, A. S. P. (2022). Structure de propriété et performance des entreprises: analyse empirique sur le marché financier régional de l’UMOA. *Revue Française d'Economie et de Gestion*, 3(11).
- (15). Liu, Q., & Lu, Z. J. (2007). Corporate governance and earnings management in the Chinese listed companies: A tunneling perspective. *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 881-906.
- (16). Mitton, T. (2002). A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of financial economics*, 64(2), 215-241.
- (17). Navatte, P., & Schier, G. (2011). Le «Tunneling». Ou l’expropriation des actionnaires minoritaires: l’exemple des augmentations de capital réservées. *Gestion 2000*, 28(1), 45-57.
- (18). Nekhili, M., & Cherif, M. (2009). Transactions avec les parties liées, caractéristiques de propriété et de gouvernance et performance des entreprises françaises. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 15(3), 55-89.
- (19). Thomas, W.B., Herrmann, D.R., Inoue, T. (2004) Earnings management through affiliated transactions. *Journal of International Accounting Research* 3 (2) : 1-26.