

Le rôle de l'actionnaire étranger dans l'amélioration de la performance de leur entreprise

The role of foreign shareholders in improving their company's performance

Joséphine florentine MBADUET, (Ph.D. en Sciences de Gestion)

*Faculté des Sciences Economiques et de Gestion
Université de Maroua, Cameroun*

Adresse de correspondance :	Faculté des Sciences Economiques et de Gestion B.P: 46 Maroua- Cameroun Université de Maroua Cameroun, 237 Tel: 237677955844/237698731655
Déclaration de divulgation :	Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude et ils sont responsables de tout plagiat dans cet article.
Conflit d'intérêts :	Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.
Citer cet article	MBADUET, J. florentine. (2025). The role of foreign shareholders in improving their company's performance. International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics, 6(5), 153–177. https://doi.org/10.5281/zenodo.15313968
Licence	Cet article est publié en open Access sous licence CC BY-NC-ND

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

ISSN: 2658-8455

Volume 6, Issue 05 (2025)

Le rôle de l'actionnaire étranger dans l'amélioration de la performance de leur entreprise

Résumé

L'objectif de cet article est de mettre en lumière le rôle que peuvent jouer les actionnaires étrangers dans la gouvernance de leur entreprise. En effet, leur capacité à surveiller est étroitement liée à leurs intérêts et à leur implication dans les activités de l'entreprise. Ainsi, nous analysons, sous le prisme de la théorie de l'agence, l'effet de leur nature (institutionnels, gouvernements, particuliers) et de leur statut au sein de l'entreprise (dirigeant, salarié, membre du conseil d'administration) sur la performance de leur entreprise.

Les données sont traitées à l'aide des modèles linéaires généralisés (GLM) sur un échantillon de 193 entreprises, dont une partie ou la totalité du capital est détenue par un ou plusieurs actionnaires étrangers.

Les résultats montrent que, peu importe, la nature de l'actionnaire étranger, sa participation au capital a une influence positive sur la performance de l'entreprise. De plus, le fait qu'ils occupent des postes de direction au sein de l'entreprise contribue également à améliorer la performance de celle-ci. Dans l'ensemble, ces résultats confirment la thèse de la convergence des intérêts développée par Jensen et Meckling (1976).

Mots clés : actionnaires étrangers, performance, propriété étrangère, théorie de l'agence.

Classification JEL : G31

Type du papier : Recherche empirique

Abstract :

This article aims to highlight the role that foreign shareholders can play in the governance of their company. Their ability to monitor is closely linked to their interests and their involvement in the company's activities. We therefore analyse, through the prism of agency theory, the effect of their nature (institutional, government, individual) and their status within the company (manager, employee, board member) on their company's performance.

The data are processed using generalised linear models (GLM) on a sample of 193 companies, some or all of whose capital is held by one or more foreign shareholders.

The results show that, regardless of the nature of the foreign shareholder, his or her shareholding has a positive influence on the company's performance. Furthermore, the fact that they hold management positions within the company also contributes to improving the company's performance. Overall, these results confirm the convergence of interests thesis developed by Jensen and Meckling (1976).

Keywords : Foreign shareholders, performance, foreign ownership, agency theory.

JEL classification : G31

Type of paper : Empirical research

1. Introduction :

La globalisation financière a eu pour corollaire l'intensification de la diversification de l'actionnariat des entreprises dans les économies développées comme en développement. Leur structure varie considérablement d'un pays et d'une entreprise à l'autre (Taran et Mironiuc, 2018). Dans la littérature, la structure de l'actionnariat est reconnue comme l'un des nombreux facteurs qui déterminent les caractéristiques financières des entreprises (Bhagat et Bolton, 2007).

Les études antérieures sur la structure de propriété ou de l'actionnariat se réfèrent généralement à la concentration du capital, à la propriété managériale, familiale, institutionnelle, étatique, et très souvent à la propriété étrangère. Dans le cadre de cet article, nous étudierons le cas spécifique de l'actionnariat étranger. Si, dans les études antérieures (Yudaeva et al., 2003 ; Phung et Le, 2013 ; Abdulsamad et Yusoff, 2016 ; Shrivastav et Kalsie, 2017 ; Bentivogli et Mirenda, 2017 ; Djoutsa Wamba et al., 2017 ; Taran et Mironiuc, 2018 ; Onomo et al., 2019), elle est souvent signalée comme l'un des déterminants clés de la performance des entreprises, la diversité des actionnaires qui le compose et dont les intérêts et les attentes sont distincts soulève des interrogations autres telles que les différences dans l'efficacité du contrôle, les interactions, les objectifs stratégiques et l'effet des caractéristiques propres de ces actionnaires étrangers sur le management de l'entreprise. Ces nouvelles préoccupations n'ont pas retenu suffisamment d'attention dans la littérature existante (Ormazabal, 2018). Ainsi, en prenant en compte la diversité des actionnaires qui compose l'actionnariat étranger, la présente étude s'interroge sur *la performance des entreprises camerounaises à actionnariat international et se demande si elle est tributaire de la nature et du statut des actionnaires étrangers ?*

Bien que faisant partie des sujets au cœur des débats de politique économique, la rareté des études sur cette problématique au Cameroun est criarde, quoiqu'elle ait retenu l'attention de quelques chercheurs ailleurs. Quelques études sur ce sujet ont été menées partiellement en Asie (Yeh, 2020 ; Shrivastav et Kalsie, 2017 ; Hong et Loan, 2019 ; Tsafack et Guo, 2021 ; Zhang et Wu, 2024 ; Masum et al., 2024), en Amérique (Sojli et Tham, 2010), en Europe (Cavaco et al., 2014 ; Jaoua et Mim, 2018 ; Pucheta-Martínez et García-Meca, 2019) et en Afrique (Assenga et al., 2018 ; Sbai et Meghouar, 2017 ; Ujunwa, 2012 ; Onomo et al., 2019 ; Webster et al., 2022).

Malgré que ces études soient menées dans la majorité des cas dans les pays pauvres ou en voie de développement comme le Cameroun, leurs résultats ne pourraient être systématiquement transposés en contexte camerounais pour des causes de spécificité du cadre législatif, culturel et du climat des affaires. Pour ce qui est du cadre législatif, au Cameroun, les marchés financiers de prise de contrôle des sociétés et des dirigeants sont presque inopérants, le système légal de protection des investisseurs n'est pas mis en application de façon rigoureuse, et la structure de propriété reflète un actionnariat concentré ou confondu avec la direction de l'entreprise. Le gouvernement camerounais, malgré les efforts déployés, constate que la dégradation du climat des affaires et la corruption aussi bien dans le secteur privé que dans les administrations publiques persistent (Foleu et al. 2016). Ainsi, trois raisons majeures justifient l'importance de mener cette étude au Cameroun :

– D'abord, l'effort du gouvernement camerounais à offrir des opportunités d'investissements étrangers au Cameroun¹ et l'importance de ces investissements, car les rapports 2014 de l'Ambassade de France au Cameroun (AFC) et 2024 de la Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (CNUCED) attestaient que le Cameroun est le 3^e pays d'accueil des investissements étrangers en Afrique centrale et le 14^e sur 47 en Afrique subsaharienne.

¹L'organisation en 2016 d'une méga Conférence économique internationale sur le thème : « Investir au Cameroun, Terre d'attractivités », peut être citée comme référence.

– Ensuite, le vacillement du volume de ces investissements entre 2018 et 2023 suscite des interrogations. En effet, selon le rapport 2024 sur les investissements directs étrangers dans le monde publié par la CNUCED, le Cameroun a capté un volume d'IDE estimé à 799 milliards de FCFA, un chiffre relativement plus bas que ceux réalisés entre 2020 et 2022 et légèrement supérieur au volume de 2023.

– Enfin, la prise en compte du contexte législatif, culturel, du climat des affaires et de la diversité des actionnaires étrangers suivant leur nature (institutionnels, particuliers, gouvernements) ou leur statut au sein de l'entreprise (dirigeants, salariés, membres du conseil d'administration). Cette distinction pourrait expliquer leurs différences dans l'efficacité du contrôle. Sur la base de ces raisons avancées, l'impact de l'actionnariat étranger sur la performance financière des entreprises au Cameroun devient incertain.

L'objectif principal de cette étude est donc d'évaluer l'effet de la nature et du statut des actionnaires étrangers sur la performance financière des entreprises dans un pays disposant d'un faible système de gouvernance, le Cameroun. L'atteinte de cet objectif passe par l'exploitation des données issues des déclarations statistiques et fiscales (DSF), publiées en 2018 par l'Institut national de la statistique (INS) du Cameroun, sur un échantillon de 193 grandes entreprises camerounaises dont une partie ou la totalité du capital est détenue par un ou plusieurs actionnaires étrangers. Dans ce cadre, il est démontré que le niveau de performance financière des entreprises émane de l'effort de contrôle impulsé par les actionnaires étrangers selon leur nature ou le poste qu'ils occupent au sein de l'entreprise.

L'article est structuré en trois parties. Tout d'abord est présentée la revue de la littérature. L'échantillon et les aspects méthodologiques sont ensuite exposés. Enfin, nous présentons les résultats de l'étude empirique et les conclusions de cette recherche.

2. Revue de la littérature

Il est présenté dans cette section une revue de littérature sur le lien entre l'actionnariat étranger et la performance financière de l'entreprise. Cette relation a été sommairement étudiée dans les travaux théoriques et empiriques en finance. Les premières études empiriques sont menées en Asie et se sont poursuivies dans d'autres pays ou régions (États-Unis, Europe, Afrique...). L'actionnariat étranger est d'abord examiné, ensuite décomposé selon la nature (institutionnels, particuliers, gouvernements) et leur statut au sein de l'entreprise (dirigeant, salarié, membre du conseil d'administration). Il importe ici d'analyser successivement l'évolution de la performance des entreprises en tenant compte de cette distinction.

2.1. Actionnariat étranger et performance

Les investisseurs étrangers, de par leur activisme, présentent généralement un certain nombre de traits fondamentaux qui se traduisent par une exigence de l'amélioration de la valeur actionnariale. Leurs demandes portent globalement sur le respect du principe de la bonne gouvernance d'entreprise. D'après Baudru et Kechidi (1998), ils exigent le plus souvent la transparence des résultats de l'action entreprise, l'implication des dirigeants, la réduction du nombre de mandats d'administrateurs, le dialogue entre ces derniers et les dirigeants, le contrôle accru des dirigeants par le conseil d'administration, ainsi que tout autre dispositif visant à accroître la prise en compte des intérêts des actionnaires. Ils devraient être également plus enclins à critiquer ou à remettre en question les décisions de gestion des dirigeants et constitueraient un contrepouvoir face à ces derniers (Djoutsa Wamba et al., 2017).

Plusieurs travaux empiriques ont testé la relation entre l'actionnariat étranger et la performance de l'entreprise. Les résultats obtenus ne laissent pas apparaître de consensus concernant cette relation. Certains auteurs concluent à une absence de relation, d'autres à une relation positive, et très peu mettent en évidence une relation négative.

Les premiers travaux, conduits en Inde, tendent à indiquer qu'il n'existe pas de lien entre la propriété étrangère et la performance de l'entreprise (Kumar, 2004). Les travaux de (Țaran et Mironiuc, 2018) en Roumanie et de (Gedajlovic et al., 2005) au Japon semblent aussi indiquer une absence de relation. Par contre, une relation positive a été observée en Asie (Phung et Le, 2013 ; Shrivastav et Kalsie, 2017 ; Abdulsamad et Yusoff, 2016 ; Yu et al., 2023 ; Masum et al., 2024 ; Zhang et Wu, 2024), en Europe (Yudaeva et al., 2003 ; Bentivogli et Mirenda, 2017) et en Afrique (Djoutsa Wamba et al., 2017 ; Wabster et al., 2022 ; Onomo et al., 2019). Cet impact positif de l'actionnariat étranger sur la performance des entreprises dénote leur important rôle de surveillance, réduisant ainsi les coûts d'agence.

À l'inverse, les travaux de (Phung et Le, 2013) mettent en évidence une relation négative dans le contexte vietnamien. Pour ces coauteurs, l'actionnaire étranger ne peut jouer un rôle de surveillance dans les mécanismes de gouvernance d'entreprise, car il souffre d'asymétrie d'information du fait de leur propriété non concentrée. Dans le contexte chinois, la propriété étrangère n'explique pas la performance des entreprises (Wang et Wang, 2014).

D'autres recherches mettent en évidence des relations non linéaires et/ou complexes. Par exemple, Gurbuz et Aybars (2010) ont constaté en Turquie sur un échantillon de 205 sociétés cotées non financières sur la période 2005-2007 que la propriété étrangère augmente la performance d'une entreprise jusqu'à un certain niveau, au-delà duquel une augmentation de celle-ci affecte négativement l'investissement et la productivité, et n'améliore donc pas la rentabilité des entreprises mesurée par le ROA. Dans le contexte indien et malaisien, l'impact de la propriété étrangère sur la performance est ambigu. (Chibber et Majumdar, 1999) ont analysé 1001 entreprises indiennes du secteur privé pour les périodes antérieures et postérieures à 1991 et ont constaté que la propriété étrangère n'avait aucun effet sur la performance d'une entreprise (ROA) au cours de la période antérieure à 1991. Toutefois, la propriété étrangère n'a eu une incidence positive sur la mesure de la performance de l'entreprise dans la période postérieure à 1991 qu'après avoir atteint une participation majoritaire de 51 %. De même, en Malaisie, (Peck-Ling et al., 2016) trouvent que la propriété étrangère n'influence positivement la performance que lorsque les investisseurs étrangers ont un vote dominant (supérieur à 50 %). En Inde, (Petkova, 2009) trouve qu'il n'y a pas de différence significative de performance entre les entreprises étrangères et les entreprises locales à court terme. Mais à long terme, les premières connaissent une amélioration de leur productivité. L'activisme reconnu aux actionnaires étrangers et la littérature empirique mettant en évidence l'impact positif de la propriété étrangère nous conduisent à déduire l'hypothèse ci-après :

Hypothèse 1 : plus la participation des actionnaires étrangers dans le capital de l'entreprise est importante, plus l'entreprise est performante.

2.2. Nature de l'actionnaire étranger et performance

Les actionnaires étrangers constituent une population hétérogène. Les objectifs et l'horizon de placement d'un investisseur peuvent ainsi varier selon qu'il s'agit d'un actionnaire institutionnel, étatique ou d'un particulier. De nombreux travaux ont étudié le lien entre ces catégories d'actionnaires et la performance de l'entreprise.

2.2.1. Effet des investisseurs institutionnels étrangers

Étranger ou pas, les investisseurs institutionnels ont pris au fil des ans une part de plus en plus élevée du capital des sociétés cotées. Au Cameroun, par exemple, ces investisseurs détenaient en 2017 une participation moyenne de 50,13 % du capital des entreprises camerounaises à actionnariat international (Djoutsa Wamba et al., 2017). Bien qu'ils soient reconnus comme des investisseurs compétents (Bushee, 1998), leur implication dans la gouvernance de l'entreprise va largement dépendre de leur part dans le capital et de leur horizon de placement. Lorsqu'ils détiennent une fraction significative du capital, ils peuvent exercer un rôle de contrôle délégué

(Diamond, 1984) au profit des autres actionnaires. À l'inverse, ils sont souvent accusés de mettre la pression sur les dirigeants et de privilégier un horizon à court terme (Porter 1992). Cela peut inciter les dirigeants à prendre des décisions sous-optimales en termes de création de valeur à long terme.

Sur le plan empirique, Kansila et Singh (2017) ont trouvé à partir d'un échantillon de 496 entreprises indiennes cotées consécutivement à la BSE et À LA NSE sur la période 2008-2014 que l'engagement des investisseurs institutionnels étrangers augmente relativement la rentabilité des entreprises, leur croissance et leur taille. Dans le même contexte, Mukhopadhyay et Chakraborty (2017) examinent la relation entre la détention de titres par les investisseurs institutionnels étrangers et la performance des entreprises dans un cadre statique et dynamique sur 137 entreprises indiennes cotées à l'ESB. Il ressort de leur étude que l'investissement institutionnel étranger a une influence positive sur la performance de l'entreprise mesurée par le Q de Tobin et le ROA. (Yeh, 2020) en contexte taïwanais examine l'influence des investisseurs institutionnels étrangers sur les performances financières des entreprises touristiques cotées. Leurs résultats montrent que la présence d'investisseurs institutionnels étrangers a des effets significatifs sur le rendement des actifs et le Q de Tobin. Shrivastav et Kalsie (2017), sur un échantillon de 145 sociétés indiennes non financières cotées à la NSE sur la période de 2008 à 2012, trouvent que la relation entre la présence des institutionnels étrangers et la performance est plutôt ambiguë avec les différents indicateurs de mesure de la performance. La relation est positive et significative avec le Q de Tobin, positive avec le ROA, mais négative avec le ROE. À partir des résultats empiriques obtenus sur un échantillon d'entreprises au Bangladesh, Masum et al. (2024) démontrent qu'il existe une association positive entre l'actionnariat institutionnel et la performance des entreprises dans une économie en transition. Les résultats montrent que l'actionnariat institutionnel a une relation positive significative avec le ROA. À la lumière de la littérature empirique et théorique mettant l'accent sur l'impact positif de la présence des institutionnels étrangers sur la performance, nous proposons de tester l'hypothèse ci-après :

Hypothèse 2 : la propriété des investisseurs institutionnels étrangers exerce une influence positive sur la performance de l'entreprise.

2.2.2. Effet des investisseurs gouvernementaux étrangers

Les gouvernements étrangers, investisseurs dans les entreprises locales, ont un comportement qui diffère de celui du gouvernement domestique. L'immixtion de l'Etat local dans la gestion de l'entreprise à travers la pression ou les réglementations pour limiter les hausses de prix, favoriser l'emploi et le développement durable est le plus souvent défavorable à court terme à la performance des entreprises locales (Al-Matari et al., 2019). Pourtant, les gouvernements étrangers ont généralement des participations suffisamment importantes. De ce fait, ils sont plus incités à s'engager avec la direction. Leur présence comme actionnaire au sein de l'entreprise constitue selon la théorie de l'alignement un mécanisme de gouvernance apte à aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires. Politiquement connectés au gouvernement local, les investisseurs gouvernementaux étrangers sont susceptibles d'améliorer la valeur des entreprises grâce à l'accès aux marchés étrangers et aux contrats gouvernementaux. À court terme, le marché accueille favorablement les investissements des gouvernements étrangers dans l'attente d'avantages potentiels de surveillance et d'internationalisation (Sojli et Tham, 2010). La littérature actuelle s'est concentrée uniquement sur l'impact de l'actionnariat des gouvernements domestiques sur la performance des entreprises (Yu, 2013 ; Abdulsamad et Yusoff, 2016 ; Huang, Kabir, Zhang, 2018 ; Liljebloom et al., 2019 ; Al-Matari et al., 2019). À notre connaissance, la seule preuve empirique sur la relation entre l'actionnariat des gouvernements étrangers et la performance est celle de Sojli et Tham (2010) sur un échantillon de grandes entreprises américaines dans lesquelles les investisseurs gouvernementaux étrangers

se sont engagés activement. Leurs résultats révèlent que la présence des gouvernements étrangers en tant qu'actionnaires exerce une influence significative à court et aussi à long terme sur la performance de l'entreprise mesurée par le Q de Tobin. Suite aux considérations théoriques et à la preuve empirique apportée par (Sojli et Tham, 2010), nous proposons de tester l'hypothèse ci-après :

Hypothèse 3 : la propriété des investisseurs gouvernementaux étrangers influence positivement la performance de l'entreprise.

2.2.3. Effet de l'investisseur individuel (particulier) de nationalité étrangère

Si, dans la littérature, il est souvent prouvé que les grands actionnaires, à l'instar des institutionnels, jouent un rôle positif dans la gouvernance d'entreprise, ce qui est conforme à la théorie de Shleifer et Vishny (1986), la propriété individuelle semble ne pas avoir une incidence significative sur le contrôle. (Hong et Loan, 2017) signalent toutefois quelques exceptions pour le cas vietnamien (environ cinq) où les actionnaires individuels ont un siège au conseil d'administration et dont la plupart d'entre eux sont les fondateurs d'entreprises. L'inactivisme des actionnaires individuels étrangers a également été aggravé en raison des écarts de distance, de langue ou d'accès à l'information. Cette propriété individuelle étrangère entraînera plus de frais d'agence que la propriété nationale ou institutionnelle étrangère. De plus, si les investisseurs individuels étrangers sont dispersés, ce qui signifie qu'aucun individu n'a le droit de vote ni la motivation de contrôler ou de maximiser les bénéfices (Leech et Leahy, 1991), leur impact sur la performance des entreprises est assez modéré, car l'investisseur détient généralement moins de 5 %. Pour (Coffee, 1991), leur capacité à surveiller efficacement la gestion est limitée par des coûts de coordination plus élevés et des problèmes d'asymétrie d'information. Il est à noter toutefois que si ces actionnaires individuels étrangers ont une propriété concentrée, cela leur donne plus de pouvoirs pour contrôler le conseil d'administration. Ainsi, leur impact sur la performance de l'entreprise est supposé être supérieur, car ces actionnaires seront capables d'atténuer l'expropriation des actionnaires minoritaires tout en maximisant les avantages de la prise de risque, l'alignement des incitations et la surveillance (Allen et Phillips, 2000). La preuve empirique apportée par (Hong et Loan, 2019) sur le cas des entreprises vietnamiennes cotées montre que les coefficients de la fraction des capitaux propres détenus par les investisseurs individuels étrangers sont importants mais négatifs, ce qui indique que le marché vietnamien valorise la propriété privée individuelle à la baisse. A contrario, lorsque cette proportion dépasse 2,65 %, la performance des entreprises augmente. Sur l'hypothèse de la concentration de la propriété des investisseurs individuels dans des entreprises camerounaises et les résultats empiriques mis en évidence par (Hong et Loan, 2019) dans le contexte vietnamien, nous proposons de tester l'hypothèse ci-après :

Hypothèse 4 : la propriété des investisseurs individuels étrangers (des particuliers) influence positivement la performance de l'entreprise.

2.3. Statut de l'actionnaire étranger et performance de l'entreprise

L'investisseur étranger (institutionnel, étatique ou particulier) ayant pris des participations dans une entreprise locale est à même d'influencer la gestion de celle-ci en fonction, non seulement du pourcentage du capital détenu, mais également de la fonction occupée au sein de l'entreprise (salarié, dirigeant, membre du conseil d'administration). Nous analysons tour à tour l'effet des actionnaires étrangers sur la performance par rapport à la fonction qu'ils occupent au sein de l'entreprise.

2.3.1. Effet de l'actionnariat des dirigeants non-résidents

Du lien entre performance et actionnariat des dirigeants émergent trois thèses : la thèse de la convergence, la thèse de la neutralité et la thèse de l'enracinement (Charreaux, 1997). Selon la

thèse de la convergence (Jensen et Meckling, 1976), plus le pourcentage du capital détenu par les dirigeants est important, plus l'écart par rapport à l'objectif traditionnel de maximisation de la valeur est faible. La thèse de la neutralité (Demsetz, 1983) soutient que toutes les structures de détention du capital sont équivalentes. Enfin, selon la thèse de l'enracinement, les dirigeants actionnaires peuvent échapper au contrôle des actionnaires. La plupart des études concluent à une performance supérieure des firmes gérées par leurs propriétaires (Ginglinger, 2002). Pour Morck et al. (1988), l'actionnariat des dirigeants a tout à la fois des caractéristiques positives et négatives. Lorsque les dirigeants détiennent un pourcentage faible des titres, une augmentation de ce pourcentage permet de mieux aligner leurs intérêts sur ceux des actionnaires externes. Toutefois, au-delà d'un certain point, les dirigeants finissent par poursuivre exclusivement leur propre intérêt, sans considération de celui des actionnaires externes. Ils mettent ainsi en évidence une relation non linéaire entre la valeur de la firme et l'actionnariat des dirigeants.

Bien que la littérature ait mis en évidence une pléthore d'études empiriques sur l'effet de l'actionnariat des dirigeants sur la performance (Kamardin, 2014 ; Mard et al., 2014 ; Afza et Slahudin, 2009) et sur l'origine de la nomination des dirigeants à la tête des entreprises (par exemple, Karaevli, 2007 ; Shay et Tracey, 2009 ; Zhang et Rajagopalan, 2010), très peu ont mis l'accent sur les dirigeants étrangers et leur influence sur la performance de l'entreprise (Pandey et Rhee, 2015 ; Peck-Ling et al., 2016). Malgré le faible nombre de DG étrangers dans l'ensemble, il n'est pas rare de voir des PDG étrangers dans des entreprises américaines et européennes (Pandey et Rhee, 2015). Selon certains observateurs (Hymowitz et White, 2004), cela est dû au fait que les sociétés américaines et européennes ont toujours été plus ouvertes aux immigrants du monde entier.

Sur le plan empirique, la première étude menée au Japon par Pandey et Rhee (2015) examine les antécédents au niveau de l'entreprise et les conséquences des décisions d'embauche des dirigeants étrangers au Japon. Leurs résultats montrent que la présence des directeurs généraux étrangers n'influence réellement la performance des entreprises au Japon que s'ils ont une vision et un pouvoir exécutif pour transformer l'organisation. Peck-Ling et al. (2016), sur un échantillon de 348 entreprises cotées en Malaisie au cours de la période 1999-2010, ont révélé que le directeur général étranger n'avait pas de relation significative avec le rendement des capitaux propres (ROE) de l'entreprise. Ces deux études ne nous indiquent pas le niveau de participation de ces dirigeants au capital de l'entreprise. En nous appuyant sur la thèse de la convergence (Jensen et Meckling, 1976) qui stipule que, plus le pourcentage du capital détenu par les dirigeants est important, plus l'écart par rapport à l'objectif traditionnel de maximisation de la valeur est faible, nous proposons de tester l'hypothèse 5 ci-après :

Hypothèse 5 : l'actionnariat des dirigeants étrangers est associé positivement à la performance de l'entreprise.

2.3.2. Présence d'actionnaires-salariés de nationalité étrangère

La théorie de l'agence indique que l'actionnariat salarié est un mode de résolution privilégié des conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants et, dans une moindre mesure, avec l'ensemble des salariés (Gharbi et Lepers, 2008). L'actionnariat salarié semble favoriser l'alignement des intérêts des salariés, y compris l'actionnariat des managers, sur ceux des autres stockholders (Pugh et al., 1999 ; Gamble, 2000). De même, French (1987) soutient ainsi que les employés qui détiennent des blocs d'actions peuvent être plus disposés que d'autres actionnaires à exercer des pressions sur le management, afin d'améliorer la performance financière de la firme. L'actionnaire étranger, en devenant salarié, acquiert une légitimité supplémentaire pour contrôler les dirigeants. Ce type de contrôle se trouve néanmoins pondéré et limité par le pourcentage d'actions détenues, qui n'avantage souvent pas les salariés actionnaires. Nonobstant cette limite, (Desbrières, 1997) insinue que les employés actionnaires ont la possibilité d'exercer un contrôle actif, même s'ils ne disposent pas d'une minorité de

blocage, ils peuvent créer ou rejoindre une coalition visant à contrer les décisions émanant de la majorité.

La littérature empirique actuelle s'est concentrée sur la propriété des salariés en général (voir Richter et Schrader, 2017 ; Guery et Stevenot, 2017 ; Hollandts et Guedri, 2008 ; Kim et Ouimet, 2014). Tous ces chercheurs sont unanimes à dire que les entreprises avec actionnariat salarié bénéficient de niveaux de performance beaucoup plus élevés que les entreprises sans ce type d'actionnariat. À notre connaissance, aucune étude n'a examiné le lien entre l'actionnariat salarié des étrangers et la performance de l'entreprise. Nous pensons être les premiers chercheurs à lancer le débat sur cette relation. En nous appropriant le courant du management de la diversité (Semache, 2006) qui soutient que les différences culturelles doivent être vues comme des leviers de performance et non comme des freins, l'arrivée d'un salarié étranger de surcroît actionnaire reste une excellente opportunité pour trouver des solutions novatrices aux problématiques d'un service ou d'une entreprise. Compte tenu de l'effet positif déjà constaté sur la relation actionnariat salarié et performance, l'actionnariat salarié des non-résidents ne peut que renforcer cette relation du point de vue du courant de la diversité. Ainsi, nous proposons de tester l'hypothèse suivante :

Hypothèse 6 : l'actionnariat salarié des non-résidents améliore significativement la performance financière de l'entreprise.

2.3.3. Présence d'actionnaire étranger au conseil d'administration

L'obtention de siège par l'actionnaire étranger au conseil d'administration leur donne plus de droit de regard sur la gestion des dirigeants. Leur présence au conseil d'administration est souvent vue comme un signal de transparence que l'entreprise envoie aux investisseurs. Les travaux ayant analysé l'effet de la présence des administrateurs étrangers sur la performance de l'entreprise ont abouti à des résultats plutôt mitigés. La plupart des auteurs trouvent que leur présence au conseil d'administration permet de booster la performance ; pourtant, d'autres y voient le contraire.

Les premiers travaux empiriques rapportés par Oxelheim et Randøy (2003) pour le cas des entreprises suédoises et norvégiennes et par Choi et Hasan (2005) pour le cas des banques coréennes trouvent que la présence d'administrateurs étrangers au sein du conseil d'administration améliore la performance financière de l'entreprise. Müller (2014) a également étudié ce lien en exploitant les entreprises cotées sur le plus grand marché boursier européen (London Stock Exchange) au cours de la période 2010-2011. Il trouve que la proportion d'administrateurs étrangers par rapport au nombre total d'administrateurs (en tant que caractéristique de la composition du conseil d'administration) a un fort impact positif important sur la performance des entreprises. En Afrique, les études de (Assenga et al., 2018) en Tanzanie et celles de Ujunwa (2012) au Nigéria fournissent également l'évidence d'un effet positif.

À côté de ces études, (Cavaco et al., 2014) et (Jaoua et Mim, 2018) dans le contexte français arrivent à la conclusion que la proportion d'administrateurs étrangers au sein du conseil d'administration influence négativement la performance financière des entreprises mesurée par la rentabilité de l'actif (ROA). (Jaoua et Mim, 2018) admettent néanmoins un effet positif de la présence des administrateurs étrangers aux réunions du conseil. Au Maroc, (Sbai et Meghouar, 2017) sur un panel de 6 banques observent que le coefficient estimé de la variable relative à la présence d'administrateurs étrangers est négatif et significatif. (Pucheta-Martínez et García-Meca, 2019) en Espagne ont analysé l'effet de la présence des administrateurs étrangers dans le conseil et la performance dans un contexte d'environnements réglementaires faibles où la protection des investisseurs est faible. Il ressort de leurs travaux que la présence des administrateurs institutionnels étrangers a un impact négatif sur la performance des entreprises. (Peck-Ling et al., 2016) pour le cas des entreprises malaisiennes va plus loin en signifiant que

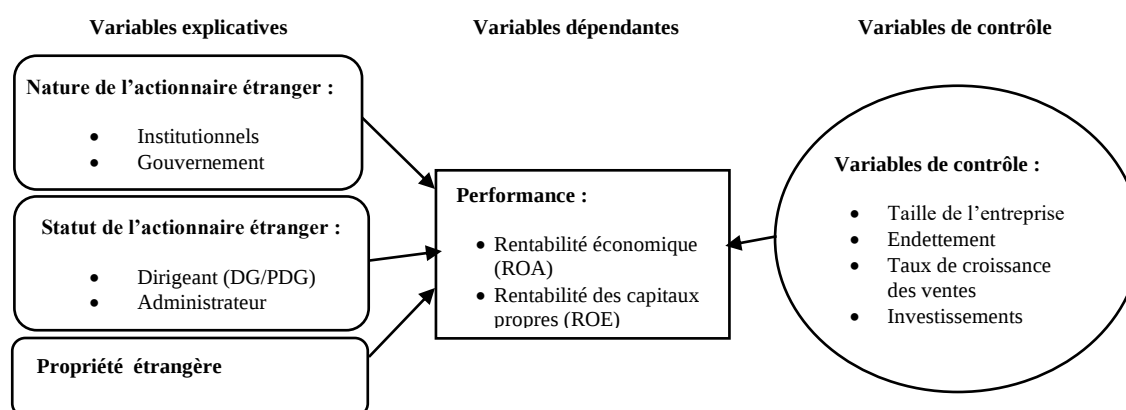
les nominations du président du conseil d'administration étranger n'avaient pas de relation significative avec le rendement des capitaux propres (ROE) de l'entreprise.

S'il est vrai que l'actionnariat étranger est susceptible d'exercer une influence positive sur la performance de l'entreprise, (Randøy et Oxelheim, 2001) insistent sur le fait que les administrateurs étrangers peuvent exercer une influence étrangère encore plus forte qu'un actionnaire dépourvu de fonction au sein de l'entreprise, car les administrateurs ont une relation plus étroite avec la direction. Suite à cet argumentaire, nous proposons de tester l'hypothèse suivante :

Hypothèse 7 : la présence d'administrateurs étrangers au conseil d'administration influence positivement la performance de l'entreprise.

La figure 1 ci-dessous résume le cadre conceptuel de cette étude.

Figure 1 : cadre conceptuel de l'étude



Source : Auteur

Au regard des développements présentés ci-dessus et du cadre conceptuel sous-jacent, on peut admettre que l'actionnaire étranger, de par sa nature et son statut au sein de l'entreprise, est susceptible d'influencer le niveau de performance financière de l'entreprise. Nous procéderons à la vérification empirique des hypothèses déduites à partir de la revue de la littérature en exploitant les données sur les entreprises camerounaises ayant un actionnariat international.

3. Aspects méthodologiques de l'étude.

Nous nous pencherons d'abord sur la procédure de constitution de l'échantillon et de collecte des données, ensuite sur la construction du modèle théorique de la recherche et la mesure de ses variables, enfin sur la présentation des outils statistiques d'analyse des données.

3.1. Échantillon et données

L'étude porte sur l'ensemble d'entreprises privées ou d'économie mixte² installées au Cameroun et dont le capital appartient en partie ou en totalité aux investisseurs étrangers, ayant le statut juridique de société anonyme (SA) et répertoriées en 2018 par l'INS du Cameroun. Sur cette base, nous avons identifié 193 entreprises remplissant les critères pour faire partie de l'échantillon. Ces entreprises exercent dans près de 32 branches d'activités dont les plus significatives sont, entre autres, le commerce (26,7 %), la banque (8,9 %), les transports et communications (8,6 %), les bâtiments et travaux publics (7,8 %) et le service aux entreprises (7,7 %). Elle emploie en moyenne 293 personnes. Les investisseurs étrangers dans les entreprises au Cameroun, relativement diversifiés aussi bien dans leur nature que dans leur statut, proviennent des pays industrialisés essentiellement de la France, des États-Unis, de la

² Ce sont des entreprises dont le capital appartient à la fois aux privés et à l'Etat.

Chine et de l'Allemagne. D'autres caractéristiques de ces entreprises sont présentées dans le tableau 2.

En ce qui concerne la collecte des données nécessitées par la conduite de la présente étude, nous avons exploité les déclarations statistiques et fiscales (DSF) publiées en 2018 par l'Institut national de la statistique (INS) du Cameroun. Ces données sont donc de nature secondaire et portent sur les comptes annuels que les entreprises se doivent de déposer chaque année dans cette institution. Ces données sont essentiellement d'ordre financier, organisationnel et identitaire. L'exploitation de cette base de données nous a permis d'avoir d'amples informations nécessaires à la conduite de l'étude.

3.2. Modèles de l'étude

L'objectif principal de notre étude empirique est d'évaluer l'effet causal entre les caractéristiques de l'actionnaire étranger (nature et statut) et la performance financière des entreprises au Cameroun. Sur la base des hypothèses formulées, deux équations à estimer vont être développées en tenant compte de certaines variables de contrôle liées aux caractéristiques de l'entreprise. La première équation (1) retient la propriété étrangère et quelques variables financières de contrôle comme explicatives de la performance financière de l'entreprise. La deuxième équation (2) désagrége la propriété étrangère en ses trois principales composantes (institutionnels, gouvernement, particulier) en plus des variables relatives au statut de l'actionnaire étranger. Elles se présentent comme suit :

$$PERF_{it} = \beta_0 + \beta_1 PROPETR_{it} + \beta_2 TAIL_{it} + \beta_3 ENDET_{it} + \beta_4 TCV_{it} + \beta_5 INVEST_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$PERF_{it} = \beta_0 + \beta_1 INST_{it} + \beta_2 GOUV_{it} + \beta_3 PART_{it} + \beta_4 ADM_{it} + \beta_5 DIRIG_{it} + \beta_6 SALAR_{it} + \beta_7 TAIL_{it} + \beta_8 ENDET_{it} + \beta_9 TCV_{it} + \beta_{10} INVEST_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Où $PERF_{it}$ est l'indicateur de performance financière de l'entreprise i à la date t , $TAIL$, $ENDET$, TCV et $INVEST$ sont des variables de contrôle, $PROPETR$, $INST$, $GOUV$, $PART$, ADM , $DIRIG$ et $SALAR$ sont des variables indépendantes. β_0 est la constante et ε_{it} est un terme d'erreur.

3.3. Mesure des variables de l'étude

3.3.1. Mesure des variables dépendantes

La performance financière est multidimensionnelle. Deux types de mesures sont couramment utilisées pour refléter objectivement les dimensions de la performance financière des entreprises, à savoir les mesures comptables et les mesures boursières (Yeh, 2019 ; Djoutsa Wamba et al., 2017 ; Shrivastav et Kalsie, 2017 ; Taran et Mironiuc, 2018). En l'absence des indicateurs boursiers, deux indicateurs comptables ont été retenus : la rentabilité économique (ROA) et la rentabilité des capitaux propres (ROE). Le ROA³ reflète l'efficacité avec laquelle l'entreprise utilise ses actifs pour générer des bénéfices. Par contre, le ROE⁴ est un ratio qui mesure l'efficacité avec laquelle l'entreprise utilise les fonds propres qui lui sont confiés par les actionnaires. En utilisant à la fois ces deux indicateurs comptables, la présente étude serait en mesure d'informer les parties prenantes sur la manière dont la gouvernance influence les bénéfices à court terme des entreprises sélectionnées.

3.3.2. Mesure des variables indépendantes

Dans les équations, nous avons cherché à mesurer tout d'abord la propriété étrangère dans sa globalité ($PROPETR$). Pour une analyse plus fine, nous avons décomposé cette variable en distinguant les investisseurs institutionnels ($INST$), les investisseurs individuels (Particulier) ($PART$) et les investisseurs gouvernementaux ($GOUV$). Chacune de ces trois variables cumule

³ Il se calcul comme suit : $ROA = \text{Résultat net de l'exercice} / \text{Actif total}$.

⁴ Il se calcule comme suit : $ROE = \text{Résultat net de l'exercice} / \text{Capitaux propres}$

le pourcentage du capital détenu par ces différentes catégories d'actionnaires étrangers. Selon le statut des actionnaires au sein de l'entreprise, nous avons également distingué les actionnaires-salariés (SALAR), les actionnaires-dirigeants (DIRIG) et les actionnaires-administrateurs (ADM). Toutes ces variables ont été mesurées par la proportion du capital détenue, à l'exception de la présence des administrateurs étrangers (ADM) qui est mesurée par le rapport entre le nombre d'administrateurs étrangers et la taille du conseil d'administration. Cette classification est proche de celle retenue par Thomsen et Pedersen (2000).

3.3.3. Mesure des variables de contrôle

La taille de l'entreprise (TAIL), le taux d'endettement (ENDET), le taux de croissance des ventes (TCV) et le niveau d'investissement de l'entreprise (INVEST) ont été inclus dans les équations comme variables de contrôle. TAIL a été mesurée par le logarithme naturel de l'actif total. ENDET a été mesuré en divisant le total des dettes par le total de l'actif. TCV fait référence au taux de croissance des ventes par rapport à la période précédente et INVEST est mesuré par le logarithme du total des investissements.

Le tableau ci-dessous récapitule les variables et leur mesure.

Tableau 1. Tableau récapitulatif des variables

Variables	Mesure	Auteurs de référence
ROA	Ratio du résultat net sur le total actif	Peck-Ling et al., 2016 ; Yeh, 2020 ; Djouts Wamba et al., 2017 ; Shrivastav et Kalsie, 2017 ; Taran et Mironiuc, 2018.
ROE	Ratio du résultat net sur les capitaux propres	
PROPETR	Pourcentage du capital de l'entreprise détenu par l'ensemble des actionnaires étrangers	Taran et Mironiuc, 2018 ; Phung et Le, 2013 ; Shrivastav et Kalsie, 2017 ; Bentivogli et Mirenda, 2017 ; Djouts Wamba, 2017.
INST	Pourcentage cumulé du capital de l'entreprise détenu par les investisseurs institutionnels étrangers	Kansila et Singhb, 2017 ; Mukhopadhyay et Chakraborty, 2017 ; Yeh, 2020 ; Shrivastav et Kalsie, 2017.
PART	Pourcentage du capital de l'entreprise détenu par les particuliers/famille étrangers	Leech et Leahy, 1991 ; Coffee, 1991 ; Allen et Phillips, 2000 ; Hong et Loan 2019.
GOUV	Pourcentage du capital de l'entreprise détenu par les gouvernements étrangers	Sojli et Tham, 2010.
DIRG	Pourcentage du capital de l'entreprise détenu par les dirigeants de nationalité étrangère	Pandey et Rhee, 2015 ; Peck-Ling et al., 2016.
SALAR	Pourcentage du capital de l'entreprise détenu par les salariés de nationalité étrangère	Hollandts et Guedri, 2008 ; Ginglinger et al., 2011.
ADM	Ratio du nombre d'administrateurs étrangers (actionnaires) sur la taille du conseil d'administration	Jaoua et Mim, 2018 ; Sbai et Meghouar, 2017 ; Pucheta-Martínez et García-Meca, 2019 ; Peck-Ling et al., 2016.
TAIL	Logarithme du total actif	Shrivastav et Kalsie, 2017 ;
TCV	Taux de croissance des ventes (Ventes année (i) - Ventes année (i-1)) / Ventes année (i-1)	Shrivastav et Kalsie, 2017 ; Yeh, 2020
INVEST	Logarithme du montant des investissements	
ENDET	Ratio dettes totales sur le total Actif	Yeh, 2020 ; Sojli et Tham, 2010

Source : Auteur

3.4. Outil statistique d'analyse des données

Les statistiques descriptives à travers les tris à plat seront d'abord réalisées afin de caractériser les entreprises camerounaises à participations étrangères. Ensuite, nous procéderons au test de corrélation pour mesurer d'une part le lien bivarié entre les variables dépendantes et les variables explicatives et d'autre part le lien entre les différentes variables explicatives dans le but de déceler tout problème de multicolinéarité. Enfin, nous utilisons un modèle linéaire généralisé (GLM) pour tester l'impact de l'actionnariat étranger sur la performance. Ce test est recommandé lorsque, pour une variable dépendante de nature métrique, les variables

explicatives sont catégorielles ou mixtes. Par ailleurs, il prend en compte l'hétéroscédasticité du terme d'erreur.

4. Analyse des résultats.

4.1. Statistiques descriptives

La description des variables utilisées dans cette étude est présentée dans le tableau 2. Les statistiques descriptives concernant la performance financière des entreprises de l'échantillon sont présentées dans le panel A du tableau 2. Les valeurs moyennes indiquent en moyenne un taux de rentabilité économique de 1,63 % et un taux de rentabilité des capitaux propres de 9,74%. Cependant, on peut constater avec leur valeur d'écart type que ces taux de rentabilités sont beaucoup plus dispersés en ce qui concerne le ROE par rapport au ROA.

Les variables explicatives les plus importantes utilisées dans l'étude sont des variables relatives à l'actionnariat étranger. La statistique descriptive concernant ces variables est présentée dans le panel B du tableau 2. Le pourcentage de la propriété étrangère (PROPETR) au Cameroun s'établit à près de 78,30 %. Nous avons désagréé cette grande variable en trois composantes : la propriété institutionnelle (INST), l'actionnariat des particuliers/individu/famille (PART) et l'actionnariat gouvernemental (GOUV). La propriété moyenne des investisseurs institutionnels étrangers est de 50,13 %. Le pourcentage moyen de participation des particuliers au capital est de 25,43 % alors que la moyenne pour les gouvernements étrangers s'élève à 2,73% avec un minimum de 0 et un maximum de 85%. Pour le raffinement des résultats, nous avons mis en évidence la participation de certains actionnaires individuels telle que celle des dirigeants (DG ou PDG) et salariés, tous de nationalité étrangère. La statistique descriptive présente une moyenne de 0,48% pour l'actionnariat salarié des non-résidents et 22,22de % pour l'actionnariat des dirigeants étrangers. Le ratio du nombre d'administrateurs sur la taille du conseil d'administration révèle par ailleurs une moyenne de 0,17. Ce qui implique une représentativité moyenne de 17% des administrateurs étrangers dans les conseils d'administration des entreprises camerounaises à actionnariat international.

Le panel C du tableau 2 présente les caractéristiques des variables de contrôle. D'après ces statistiques, il ressort que la valeur moyenne du ratio d'endettement est de 1,65. Cela implique qu'il y a plus de 50% de la dette par rapport au total des actifs des entreprises camerounaises à actionnariat international. Les taux de croissance des ventes et des investissements sont positifs et respectivement de 9,65% et de 7,87%. L'actif total moyen qui mesure la taille des entreprises de notre échantillon est très important. L'écart type, le minimum ainsi que le maximum atteint par cette variable éclairent la faible disparité des tailles des entreprises de notre échantillon.

Tableau 2 : Statistiques sur les variables de l'étude

Panel A					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ROA	193	-51,91	33,35	1,63	0,10759
ROE	193	-47,00	97,00	9,74	0,25431
Panel B					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
INST (%)	193	0,00	100,00	50,1334	41,53746
PART (%)	193	0,00	100,00	25,4336	35,91651
SALAR (%)	193	0,00	12,00	0,4832	1,72905
DIRIG (%)	96	0,00	70,00	22,2253	19,73644
GOUV (%)	193	0,00	85,00	2,7396	12,52885
PROPETR (%)	193	0,01	100,00	78,2997	30,18104
ADM	193	0,00	0,67	0,1707	0,12383

Panel C

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ENDET	193	0,00	86,95	1,6501	8,56300
TCV	193	8,07	11,67	9,6544	0,58089
TAIL	193	8,38	11,70	9,7352	0,70255
INVEST	193	0,00	10,99	7,8784	2,18610

Source : Auteur

4.2. Résultats des tests de corrélation

La matrice de corrélation présentée dans le tableau 3 ci-dessous fait apparaître une relation positive entre les mesures de la performance financière et certaines variables décrivant l'actionnariat étranger ou de contrôle. Cette relation est significative au seuil de 1 % en ce qui concerne la propriété des investisseurs étrangers (PROPETR), la propriété des investisseurs institutionnels (INVEST) et le taux de croissance des ventes. En revanche, ce lien est non significatif pour les autres variables explicatives. L'examen des coefficients de corrélation entre les variables endogènes montre par ailleurs que plusieurs de ces variables sont corrélées entre elles. Ainsi, la part du capital détenue par les investisseurs étrangers (PROPETR) est associée positivement et significativement au seuil de 1 % avec ses différentes composantes : la participation des gouvernements (GOUV), la participation des investisseurs institutionnels (INST) et la participation des particuliers (PART). Elle présente également un lien positif et significatif avec la propriété managériale (DIRG). On peut également observer des autocorrélations de signe positif et significatif au seuil de 1 % entre la participation des particuliers de nationalité étrangère (PART), la participation du gouvernement étranger et la participation des dirigeants de nationalité étrangère. Les coefficients de corrélation au-delà de 0,6 (limite à laquelle on peut soupçonner un réel problème de multicollinéarité) entre certaines variables (PROPETR et INST ou entre PROPETR et GOUV) nous invitent à la prudence lors des estimations économétriques des différents modèles.

Tableau 3 : Matrice des corrélations

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
(1) PROPETR	1												
(2) INST	0,691**	1											
(3) PART	0,550**	0,135	1										
(4) GOUV	0,625**	-0,199**	-0,185**	1									
(5) ADM	0,057	-0,064	-0,004	-0,052	1								
(6) SALAR	0,059	0,006	0,157*	-0,090	0,048	1							
(7) DIRG	0,167*	0,162*	0,143**	-0,179*	0,038	0,275**	1						
(8) ENDET	-0,062	0,065	-0,029	0,030	-0,065	0,016	-0,011	1					
(9) TCV	0,043	-0,138	-0,189**	-0,120	0,023	-0,017	-0,153*	-0,155*	1				
(10) TAIL	-0,121	-0,068	-0,133	-0,191**	0,086	-0,060	-0,078	0,285**	0,433**	1			
(11) INVEST	-0,049	-0,101	0,037	-0,105	0,001	0,125	0,026	-0,051	0,432**	0,193**	1		
(12) ROA	0,386**	0,121**	0,053	-0,022	0,093	0,042	0,122	0,047	0,307**	0,089	-0,008	1	
(13) ROE	0,325**	0,145**	0,013	0,010	0,088	0,002	0,021	0,085	0,285**	0,128	-0,044	0,890**	1

Avec : PROPETR, la propriété étrangère ; INST, la propriété institutionnelle étrangère ; PART, la propriété des particuliers étrangers ; Gouv, la propriété des gouvernements étrangers ; ADM, la présence d'administrateurs étrangers ; SALAR, la propriété des salariés de nationalité étrangère ; DIRG, la propriété des dirigeants de nationalité étrangère ; ENDET, le ratio d'endettement ; TCV, taux de croissance des ventes ; TAIL, taille de l'entreprise ; INVEST, investissements ; ROA, rentabilité économique ; ROE, rentabilité des capitaux propres.

Source : Auteur

4.3. Résultat des tests de régression

Les tests de régression présentés dans les tableaux 4 et 5 permettent de vérifier la significativité du lien entre les variables relatives à l'actionnariat étranger et la performance financière des firmes bénéficiaires situées au Cameroun. Nous avons de ce fait réalisé plusieurs régressions multivariées afin d'éviter les problèmes de multicollinéarité détectés à travers la matrice de corrélation. À titre de rappel, la première équation (1) retient la propriété étrangère et les variables financières de contrôle comme facteurs explicatifs de la performance financière de l'entreprise, selon qu'elle est mesurée par le ROE (Eq1a) ou par le ROA (Eq1b). La deuxième équation (2) désagrége la propriété étrangère en ses trois principales composantes et y ajoute 3 variables relatives au statut de l'actionnaire étranger afin d'observer l'effet de chacune sur la performance en termes de ROE (Eq2a) ou de ROA (Eq2b). Comme suggéré dans la littérature, il est souvent nécessaire de connaître le seuil à partir duquel l'actionnariat peut avoir une influence sur la performance. Par exemple, en ce qui concerne la propriété étrangère, Chibber et Majumdar (1999) en contexte indien fixent ce seuil de participation à 51 % ; alors que Peck-Ling et al. (2016) en contexte malaisien le fixent à 50 %. Pour satisfaire à cette exigence, nous avons catégorisé chaque type d'actionnariat, comme on peut bien le constater dans la première colonne du tableau 4 (panel B). Nous avons à cet effet construit et testé deux équations complémentaires (1') et (2'). Il est à noter que, dans les spécifications de ces différentes équations, nous intégrons des variables de contrôle susceptibles d'affecter les performances de l'entreprise.

Tableau 4 : Effet de l'actionnariat étranger sur la performance (GLM)

β (Wald χ^2)	ROE		ROA	
	Eq1a	Eq2a	Eq1b	Eq2b
(Intercept)	-1,491** (11,811)	-1,120** (7,548)	-0,748** (17,000)	-0,648** (13,067)
PROPETR	0,004** (29,088)	-	0,002** (46,766)	-
INST	-	0,008** (48,957)	-	0,005** (48,423)
PART	-	0,004** (13,393)	-	0,002** (23,317)
GOUV	-	0,006** (10,676)	-	0,003** (9,213)
SALAR	-	-0,001 (0,020)	-	-0,001 (0,048)
DIRG	-	0,001 (0,513)	-	0,004* (5,473)
ADM	-	0,149 (0,772)	-	0,079 (1,121)
ENDET	0,003 (1,335)	0,004 (2,193)	0,001 (1,300)	0,001 (1,825)
TCV	0,142** (7,998)	0,097** (4,263)	0,075** (12,541)	0,061** (8,647)
TAIL	0,002 (0,002)	0,000 (0,000)	-0,010 (0,241)	-0,009 (0,239)
INVEST	-0,016 (2,147)	-0,009 (0,854)	-0,005 (1,116)	-0,003 (0,468)
Likelihood Ratio χ^2	37,591**	55,675**	53,121**	61,503**
AIC	2,058	-5,886	-165,339	-163,722
BIC	20,009	24,886	-132,389	-147,950

Avec : PROPETR, la propriété étrangère ; INST, la propriété institutionnelle étrangère ; PART, la propriété des particuliers étrangers ; Gouv, la propriété des gouvernements étrangers ; ADM, la présence d'administrateurs étrangers ; SALAR, la propriété des salariés de nationalité étrangère ; DIRG, la propriété des dirigeant de nationalité étrangère ; ENDET, le ratio d'endettement ; TCV, taux de croissance des ventes ; TAIL, taille de l'entreprise ; INVEST, investissements ; ROA, rentabilité économique ; ROE, rentabilité des capitaux propres.

** : coefficient significatif au seuil de 1% ; * coefficient significatif au seuil de 5%

Le tableau 4 ci-dessus présente les résultats des analyses de régressions (GLM). La qualité d'ajustement de ces différentes équations semble pertinente, à voir le « likelihood ratio χ^2 » significatif au seuil de 1 % et l'évolution décroissante de la statistique AIC (*Akaike information criterion*) et du BIC (*Bayesian information criterion*) du modèle réduit de l'équation 1 (ou 1') par rapport à l'équation 2 (ou 2') qui intègre plus de variables explicatives.

Panel B

		ROE		ROA	
		Eq1a'	Eq2a'	Eq1b'	Eq2b'
(Intercept)		-1,281***	-1,501***	-0,546***	-0,649***
PROPETR	]0-25%]	-0,226	-	-0,074	
	]25-50%]	0,217***	-	0,122***	
	]50-75%]	0,140***	-	0,055***	
	]75-100%]	Ref.	-	Ref.	
INST	]0-25%]	-	0,048	-	0,013
	]25-50%]	-	0,213***	-	0,099***
	]50-75%]	-	0,278***	-	0,124***
	]75-100%]	-	0,332***	-	0,142***
	Participation =0	-	Réf	-	Réf
PART	]0-25%]	-	0,185	-	0,160***
	]25-50%]	-	0,170	-	0,142***
	]50-75%]	-	0,376***	-	0,243***
	]75-100%]	-	0,361***	-	0,250***
	Participation =0	-	Réf	-	Réf
GOUV	]0-25%]	-	0,111	-	0,065*
	]25-50%]	-	0,336**	-	0,147**
	]50-75%]	-	0,622***	-	0,284***
	Participation =0	-	Réf	-	Réf
SALAR	]0-5%]	-	0,035	-	0,004
	]5-10%]	-	-0,025	-	0,011
	Participation =0	-	Réf	-	Réf
DIRG	]0-25%]	-	0,117	-	0,148***
	]25-50%]	-	0,039	-	0,112**
	]50-75%]	-	0,160	-	0,142***
	Participation =0	-	Réf	-	Réf
ADM		-	0,070	-	0,046
ENDETT		0,005**	0,005**	0,002**	0,002**
TCVENTE		0,169***	0,167***	0,074***	0,077***
LOGACTIF		-0,004	-0,017	-0,007	-0,016
INVEST		-0,022***	-0,019**	-0,007**	-0,007**
Likelihood Ratio χ^2		51,730***	72,912***	60,374***	95,548***
AIC		-15,537	-18,719	-356,233	-363,408
BIC		13,827	6,323	-227,869	-326,366

Avec : PROPETR, la propriété étrangère ; INST, la propriété institutionnelle étrangère ; PART, la propriété des particuliers étrangers ; Gouv, la propriété des gouvernements étrangers ; ADM, la présence d'administrateurs étrangers ; SALAR, la propriété des salariés de nationalité étrangère ; DIRG, la propriété des dirigeants de nationalité étrangère ; ENDET, le ratio d'endettement ; TCV, taux de croissance des ventes ; TAIL, taille de l'entreprise ; INVEST, investissements ; ROA, rentabilité économique ; ROE, rentabilité des capitaux propres.

*** : coefficient significatif au seuil de 1% ; ** coefficient significatif au seuil de 5%

À la lecture de ce tableau, nos analyses porteront d'abord sur la variable principale qu'est la propriété étrangère, ensuite suivront les analyses sur les variables relatives à la nature (institutionnels, gouvernement et particulier) et au statut (dirigeant, membre du conseil d'administration et particulier) des actionnaires étrangers ; et enfin, sur les variables de contrôle.

– La propriété étrangère (PROPETR) présente des coefficients positifs et statistiquement significatifs au seuil de 1 %, que la performance soit mesurée par le ROA ou le ROE (panel A). Ces résultats suggèrent que la propriété étrangère affecte positivement la performance de l'entreprise. On note tout de même que les résultats présentés dans le panel B précisent que c'est

au-delà de 25 % de participation qu'on observe un effet positif de la participation étrangère sur la performance. Pourtant, (Chibber et Majumdar, 1999) pour le cas des entreprises indiennes et Peck-Ling et al. (2016) pour le cas des entreprises malaisiennes ont fixé ce seuil respectivement à 51 et 50 %. Ce résultat nous conduit à la validation de notre hypothèse 1. Il confirme ainsi les résultats des études menées dans le même contexte (Djoutsa Wamba et al., 2017) et beaucoup d'autres réalisées en Asie (Phung et Le, 2013 ; Shrivastav et Kalsie, 2017 ; Abdulsamad et Yusoff, 2016; Tsafack et al., 2021 ; Yu, 2023) et en Europe (Yudaeva et al., 2003 ; Bentivogli et Miranda, 2017 ; Onomo et al., 2019). Nous avons désagrégé la propriété étrangère en ses trois principales composantes (institutionnels, particuliers et gouvernements) afin d'observer l'effet de chacune sur la performance.

– La propriété des institutionnels étrangers (INST) exerce une influence positive et significative au seuil de 1 % sur la performance, quel que soit l'indicateur de mesure de la performance (voir tableau 4, panel A). Les analyses plus approfondies présentées dans le panel B du tableau 4 définissent 25% comme étant le seuil à partir duquel leurs investissements impactent réellement la rentabilité de l'entreprise. Ce résultat insinue que plus les institutionnels étrangers ont des parts importantes dans le capital social de l'entreprise, plus l'entreprise en question est performante. Ce résultat est conforme à la plupart des études menées dans d'autres contextes : celles de Kansila et Singhb (2017), de Shrivastav et Kalsie (2017) et de Mukhopadhyay et Chakraborty (2017) dans le contexte indien, de Yeh (2020) dans le contexte taïwanais et de Zhang et Wu (2024) dans le contexte chinois. Sur la base de ces résultats, on peut déduire que les investisseurs étrangers, de par leur activisme et l'importance de leurs investissements dans l'entreprise, s'impliquent davantage dans la gouvernance de l'entreprise. Ils exercent de ce fait un contrôle supplémentaire dont tous les actionnaires en sont bénéficiaires, confirmant ainsi la thèse de la convergence telle qu'évoquée par Charreaux (1997) et, par ailleurs, notre hypothèse 2.

– La participation des gouvernements étrangers au capital des entreprises (GOUV) au Cameroun impacte positivement sur leur performance, et ceci est significatif au seuil de 1%, selon que la performance soit mesurée par le ROE ou le ROA. Suivant ce résultat, les actions souscrites par un gouvernement étranger au sein d'une entreprise camerounaise affectent le niveau de performance de l'entreprise en question. En se référant aux résultats présentés dans le panel B du tableau 4, il ressort que, pour que cette participation soit efficace en termes de rentabilité des capitaux propres (ROE), ces gouvernements étrangers devront détenir un droit de vote au-delà de 25%. Par contre, en ce qui concerne la rentabilité économique (ROA), aucune limite n'est exigée. La performance économique reste une fonction croissante du niveau d'investissement des gouvernements étrangers. Ce résultat, qui valide notre hypothèse3, est conforme à ceux trouvés par Sojli et Tham (2010) sur un échantillon d'entreprises dont les gouvernements étrangers font partie des actionnaires. Ce résultat suggère que les superperformances réalisées par les entreprises dont les gouvernements étrangers sont actionnaires se justifient par les connexions politiques de ces investisseurs qui permettent à l'entreprise d'accéder plus facilement à des marchés étrangers et aux contrats gouvernementaux auparavant inaccessibles.

– La participation des particuliers de nationalité étrangère au capital social de l'entreprise (PART) influence positivement et significativement au seuil de 1% sur la performance de l'entreprise, quel que soit l'indicateur de mesure. D'après ce résultat, il en ressort que le niveau des investissements des particuliers de nationalité étrangère détermine le niveau de performance de l'entreprise. Toutefois, les résultats présentés dans le panel B du tableau 4 précisent que c'est après avoir atteint une participation au-delà de 50% que l'effet de la participation des particuliers de nationalité étrangère devient un facteur de performance des entreprises au Cameroun. Le résultat obtenu dans cette étude nous permet de valider notre hypothèse 4. Il va en droite ligne avec ceux observés par (Leech et Leahy, 1991) en contexte britannique, bien

qu'ils trouvent que leur impact sur la performance est assez modéré, et de (Hong et Loan, 2019) qui prônent une relation positive entre la propriété individuelle et la performance pour les participations haut-de-la de 2,65% pour le cas des entreprises vietnamiennes cotées. Sur la base de nos résultats, lorsqu'un investisseur individuel de nationalité étrangère détient plus de 50 % du capital, il sera en mesure de braver la distance, la langue ou l'accès à l'information pour investir sur le contrôle et ainsi atténuer l'expropriation des actionnaires minoritaires tout en maximisant les avantages de sa prise de risque d'alignement des incitations à la surveillance (Allen et Phillips, 2000).

Nous avons distingué les différents statuts que peuvent avoir des actionnaires étrangers au sein de l'entreprise : dirigeant, salarié ou administrateur. Ces différentes personnalités, de par leur nombre d'actions souscrites et leur contribution à la gestion quotidienne de l'entreprise, peuvent influencer la performance de celle-ci.

– Les actionnaires étrangers qui occupent la fonction de direction au sein de l'entreprise (DIRG) exercent une influence positive sur la performance de l'entreprise. Cette influence est significative au seuil de 5 % si la performance est mesurée par la rentabilité économique (ROE). Les résultats présentés dans le panel B du tableau 4 ne précisent pas de seuil à partir duquel la participation du dirigeant étranger au capital de l'entreprise devrait impacter la performance de l'entreprise. La performance de l'entreprise, du moins en termes de rentabilité économique (ROA), reste une fonction croissante du nombre d'actions détenu par le dirigeant étranger. Bien que (Peck-Ling et al., 2016) en Malaisie et (Pandey et Rhee, 2015) au Japon soient arrivés à la conclusion que les dirigeants étrangers n'avaient pas de relation significative avec la performance de l'entreprise, ce résultat valide notre hypothèse 5. D'après ce résultat, la participation du dirigeant au capital de l'entreprise est perçue comme un mécanisme d'alignement de ses intérêts à ceux des autres actionnaires (Jensen et Meckling, 1976).

– Les investisseurs étrangers occupant un poste de salarié (SALAR) exercent une influence négative et non significative sur la performance, que ce soit mesurée par la rentabilité des capitaux propres (ROE) ou par la rentabilité économique (ROA). Les résultats présentés dans le panel B du tableau 4 ne fournissent pas la preuve contraire. Ce résultat, qui ne nous permet pas de valider notre hypothèse 6, nous conduit à conclure que l'actionnariat salarié des non-résidents est à même de favoriser plutôt l'enracinement des dirigeants. (Hirigoyen, 1997) précise à cet effet que cet enracinement est d'autant plus facilité lorsque le degré d'indépendance des salariés actionnaires à l'égard du dirigeant est faible. Donc nous pouvons aisément associer ce résultat à une hypothèse de la dépendance des salariés actionnaires envers les dirigeants à travers des contrats implicites difficiles à contrôler par les actionnaires et le conseil d'administration (Gharbi et Lepers, 2008).

– Les investisseurs étrangers membres du conseil d'administration de l'entreprise (ADM) exercent une influence positive et non significative sur la performance, que ce soit mesurée par la rentabilité des capitaux propres (ROE) ou par la rentabilité économique (ROA). L'insuffisance de leur impact pour booster la performance serait due à leur manque de connaissances des données locales et aux différences culturelles et sociales qui s'imposent à eux, impactant leur mode de penser et, par conséquent, leurs décisions. Ce résultat, qui ne nous permet pas de valider notre hypothèse H7, conforte néanmoins ceux de Peck-Ling et al. (2016) qui ont trouvé dans le contexte malaisien que les nominations du président du conseil d'administration étranger n'avaient pas de relation significative avec la performance de l'entreprise. Pourtant, certaines études ont mis en évidence un lien positif et significatif (Müller, 2014 ; Assenga, Aly et Hussainey, 2018 ; Ujunwa, 2012) et d'autres un lien négatif (Cavaco et al., 2014 ; Jaoua et Mim, 2018 ; Sbairi et Meghouar, 2017 ; Pucheta-Martínez et García-Meca, 2019) sur les rendements comptables de l'entreprise.

5. Discussion des résultats.

Nonobstant le faible système de gouvernance, la persistance d'une dégradation du climat des affaires et de la corruption aussi bien dans le secteur privé que dans les administrations publiques camerounaises (St-Pierre et al. 2016), les investisseurs étrangers n'hésitent pas à investir au Cameroun. L'actionnariat étranger est un mécanisme de gouvernance d'entreprise qui a été largement examiné dans les économies en développement dans le monde et plus particulièrement en Asie. D'après les principales conclusions, la participation étrangère dans le capital des entreprises camerounaises à actionnariat étranger permet d'améliorer leur performance. Cependant, très peu de chercheurs se sont concentrés sur la diversité des actionnaires que compose l'actionnariat étranger. Conscient de cela, la présente étude s'est fixée pour objectif principal d'analyser l'effet de la propriété étrangère à travers la nature et le statut des actionnaires étrangers sur la performance des entreprises camerounaises à actionnariat international.

À travers des analyses de régression sur les données issues des déclarations statistiques et fiscales (DSF) publiées en 2018 par l'Institut national de la statistique (INS) du Cameroun sur un échantillon de 193 grandes entreprises camerounaises dont une partie ou la totalité du capital est détenue par un ou plusieurs actionnaires étrangers, nous avons mis en évidence quelques résultats.

Des statistiques il ressort que, dans les entreprises à actionnariat international au Cameroun, les étrangers sont les plus grands investisseurs avec une participation moyenne de près de 78,30 % répartie entre les institutionnels (50,13 %), les particuliers/famille (25,43 %) et les gouvernements (2,74 %).

Les résultats d'analyses multivariées concluent à un effet globalement positif de la propriété étrangère sur la performance des entreprises au Cameroun. Pour une meilleure compréhension de ces résultats, nous avons désagréé cette propriété étrangère en fonction de la nature des actionnaires qui la composent (institutionnels, gouvernementaux et particuliers). Les résultats font remarquer que, quelle que soit la nature de la propriété étrangère, cela exerce une influence positive et significative sur la performance de l'entreprise. On peut cependant constater que l'intensité de leur effet varie significativement en fonction de l'importance de leur coefficient de régression. On peut par exemple remarquer que l'effet qu'exerce la propriété des gouvernements étrangers est plus faible que celui qu'exerce la propriété institutionnelle et plus grand que celui exercé par la propriété des particuliers. Donc les investisseurs institutionnels et gouvernementaux sont considérés comme ceux pouvant exiger davantage le respect du principe de la bonne gouvernance d'entreprise.

Toujours pour la meilleure compréhension des résultats, nous avons analysé également la propriété étrangère en fonction du statut de l'actionnaire étranger au sein de l'entreprise (dirigeant, salarié ou membre du conseil d'administration). Suite au résultat, seul l'actionnariat des dirigeants étrangers a eu un effet positif et significatif sur la performance de l'entreprise. L'actionnariat des salariés de nationalité étrangère et la présence d'administrateurs étrangers au conseil n'ont pas produit d'effet significatif sur la performance.

Quoi qu'il en soit, l'exigence des actionnaires étrangers de l'efficacité aussi bien en interne que dans l'utilisation des actifs permet d'améliorer la productivité et la performance financière en termes de ROE ou de ROA pour probablement deux raisons :

- Les investisseurs étrangers détiennent, dans la plupart des cas, une participation majoritaire dans les entreprises camerounaises à actionnariat international. La pression exercée par ces derniers sur les dirigeants permet l'amélioration des taux de rendement et les autorise à renverser la relation d'agence qui relie actionnaires et dirigeants à leur bénéfice. Donc, la rentabilité de l'entreprise constitue leur principal objectif, puisqu'ils en sont les premiers bénéficiaires, parfois même au mépris du bien-être social et national.

– Les actionnaires étrangers ont non seulement des droits sur les actifs de l'entreprise, mais également des droits de vote sur la prise de décision stratégique. Afin d'éviter leur retrait et d'autres pressions, les entreprises camerounaises à actionnariat international doivent améliorer leurs systèmes de gestion interne et standardiser leur gestion. Cependant, cette amélioration est souvent sous le contrôle des actionnaires majoritaires qui sont, d'après les résultats de cette étude, des non-résidents. Ils disposent ainsi de coûts d'accès et de traitement de l'information réduits, ce qui leur permet d'éviter les entreprises avec un fort niveau d'asymétrie d'information et d'exercer un contrôle plus efficace et plus actif que les autres catégories d'actionnaires.

5. Conclusion.

Cette recherche a mis en lumière d'une part le rôle que jouent les actionnaires étrangers dans la gouvernance de leur entreprise et d'autre part l'effet de leur nature (institutionnels, gouvernements, particuliers) et de leur statut au sein de l'entreprise (dirigeant, salarié, membre du conseil d'administration) sur la performance de leur entreprise.

Afin de parvenir à ce résultat, nous avons mené une étude sur un échantillon de 193 entreprises privées ou d'économie mixte ayant le statut juridique de société anonyme (SA) installées au Cameroun et dont le capital appartient en partie ou en totalité aux investisseurs étrangers.

À l'aide des modèles linéaires généralisés (GLM), nous avons obtenu des résultats particulièrement significatifs montrant comment la propriété étrangère, qui est un élément essentiel de la gouvernance d'entreprise, exerce une influence positive sur la performance des entreprises camerounaises. Des résultats similaires ont été observés récemment en Asie et plus particulièrement dans des pays en développement comme le Cameroun. À l'exemple de la Malaisie (Abdulsamad et Yusoff, 2016 ; Peck-Ling et al., 2016), du Vietnam (Hong et Loan, 2019) et de l'Inde (Kansila et Singhb, 2017 ; Shrivastav et Kalsie, 2017 ; Mukhopadhyay et Chakraborty, 2017). C'est d'ailleurs pour cette raison que (Bouoiyour et Hanchane, 2009, p. 110) font remarquer que les investissements étrangers sont réputés jouer un rôle important dans le développement économique des pays en développement et émergents, et même dans la croissance des pays développés.

Malgré la valeur ajoutée que puisse regorger ce travail, il serait illusoire de ne pas relever des limites qu'il comporte, en l'occurrence la non-prise en compte par notre modèle économétrique d'autres variables de propriété susceptibles de booster la performance des entreprises camerounaises (à l'exemple de la propriété domestique). Nous pouvons également souligner la nature des entreprises de l'échantillon (entreprises à actionnariat international).

Au regard des limites sus-évoquées, il semble donc utile d'approfondir et de prolonger cette recherche en élargissant l'échantillon aux entreprises à capital purement national pour des fins de comparaison de l'efficacité de la propriété étrangère versus domestique sur la performance des entreprises. Une telle étude peut permettre au gouvernement d'affiner sa politique d'investissements directs étrangers. De même, il serait intéressant, dans des travaux futurs, de développer un modèle qui prend en compte la fiscalité ou le climat des affaires comme variable modératrice de la relation actionnariat étranger et performance. Ce qui pourrait donner d'autres perspectives aux résultats.

Références :

- (1). Abdulsamad, A. O., & Yusoff, W. F. W. (2016). Ownership structure and firm performance: A longitudinal study in Malaysia. *Corporate ownership & control*, 13(2), 432-437.
- (2). Afza, T., & Slahudin, C. (2009). Management ownership and firm performance: evidence from an emerging economy. *Corporate Ownership and Control Journal*, 6(4), 88-95.

- (3). Allen, J. W., & Phillips, G. M. (2000). Corporate equity ownership, strategic alliances, and product market relationships. *The Journal of Finance*, 55(6), 2791-2815.
- (4). Al-Matari, E. M., Al-Dhaafri, H. S., & Al-Swidi, A. K. (2019). The Effect of Government Ownership, Foreign Ownership, Institutional Ownership, and Audit Quality on Firm Performance of Listed Companies in Oman: A Conceptual Framework. In *Proceedings of the Second International Conference on the Future of ASEAN (ICoFA) 2017-Volume 1* (pp. 585-595). Springer, Singapore.
- (5). Assenga, M. P., Aly, D., & Hussainey, K. (2018). The impact of board characteristics on the financial performance of Tanzanian firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. 18(6), 1089-1106.
- (6). Baudru, D., & Kechidi, M. (1998). Les investisseurs institutionnels étrangers: vers la fin du capitalisme à la française?. *Revue d'économie financière*, (48), 93-105.
- (7). Bentivogli, C., & Mirenda, L. (2017). Foreign ownership and performance: evidence from Italian firms. *International Journal of the Economics of Business*, 24(3), 251-273.
- (8). Bhagat, S., & Bolton, B. (2013). Director ownership, governance, and performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(1), 105-135.
- (9). Bouoiyour, J., & Hanchane, H. (2009). Investissements directs étrangers et productivité. *Revue économique*, 60(1), 109-131.
- (10). Bushee, B. J. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *Accounting review*, 73(3), 305-333.
- (11). Cavaco, S., Challe, E., Crifo, P., Rebérioux, A., & Roudaut, G. (2016). Board independence and operating performance: analysis on (French) company and individual data. *Applied Economics*, 48(52), 5093-5105.
- (12). Charreaux, G. (Ed.). (1997). *Le gouvernement des entreprises: Corporate Governance: théories et faits*.
- (13). Chhibber, P. K., & Majumdar, S. K. (1999). Foreign ownership and profitability: Property rights, control, and the performance of firms in Indian industry. *The Journal of Law and Economics*, 42(1), 209-238.
- (14). Coffee, J. C. (1991). Liquidity versus control: The institutional investor as corporate monitor. *Columbia law review*, 91(6), 1277-1368.
- (15). Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *The Journal of law and economics*, 26(2), 375-390.
- (16). Desbrières, P. (2002). Les actionnaires salariés. *Revue française de gestion*, (5), 255-281.
- (17). Diamond, D. W. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. *The review of economic studies*, 51(3), 393-414.
- (18). Foleu L. St-Pierre J. et Enagogo C.A. (2019). Pratiques d'affaires et performance des PME camerounaises. *Revue Africaine de Management*, 4(2), 232-259.
- (19). French, J. L (1987). Employee perspectives on stock ownership: financial investment or mechanism of control?. *Academy of Management Review*, 12(3), 427-435.
- (20). Gamble, J. E. (2000). Management commitment to innovation and ESOP stock concentration. *Journal of Business Venturing*, 15(5-6), 433-447.
- (21). Gedajlovic, E., Yoshikawa, T., & Hashimoto, M. (2005). Ownership structure, investment behaviour and firm performance in Japanese manufacturing industries. *Organization Studies*, 26(1), 7-35.
- (22). Gharbi, H., & Lepers, X. (2008). Actionnariat salarié et enracinement des dirigeants: Un essai de compréhension. *Innovations*, (1), 121-146.
- (23). Ginglinger, E. (2002). L'actionnaire comme contrôleur. *Revue française de gestion*, (5), 37-55.

- (24). Ginglinger, E., Megginson, W., & Waxin, T. (2011). Employee ownership, board representation, and corporate financial policies. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 868-887.
- (25). Guedri, Z., & Hollandts, X. (2008). Beyond dichotomy: The curvilinear impact of employee ownership on firm performance. *Corporate Governance: an International Review*, 16(5), 460-474.
- (26). Guery, L., & Stevenot, 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/Gestión Internacional*, 21(4), 61-75.
- (27). Gurbuz, A. O., & Aybars, A. (2010). The impact of foreign ownership on firm performance, evidence from an emerging market: Turkey. *American Journal of Economics and Business Administration*, 2(4), 350-359.
- (28). Hirigoyen, G. (1997). Salariés-actionnaires: le capital sans le pouvoir?. *Pouvoir et Gestion*, 377-399.
- (29). Hong, N. T. H., & Loan, N. T. (2019). Assessment of The Relationship Between Foreign Ownership and Firm Performance on Vietnamese Listed Companies. Twelfth Vietnam Economist Annual Meeting (VEAM 2019) on 16-17 June
- (30). Huang, X., Kabir, R., & Zhang, L. (2018). Government ownership and the capital structure of firms: Analysis of an institutional context from China. *China journal of accounting research*, 11(3), 171-185.
- (31). Hymowitz, C., & White, E. (2004). Foreign-born CEOs are increasing in US, rarer overseas. *Wall Street Journal*, 1.
- (32). Jaoua, A., & Mim, S. B. (2018). Conseil d'Administration et Performance Financière des Entreprises Françaises. *International Journal of Business & Economic Strategy*. 8, 28-39.
- (33). Jensen, M. C., & Meckling, W.H. (1976). *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure* En: *Journal of Finance Economics*, 1, 163-231.
- (34). Kamardin, H. (2014). Managerial ownership and firm performance: The influence of family directors and non-family directors. *Ethics, Governance and Corporate Crime: Challenges and Consequences*, 6, 47-83.
- (35). Kansil, R., & Singh, A. (2017). Firm characteristics and foreign institutional ownership: evidence from India. *Institutions and Economies*, 35-53.
- (36). Karaevli, A. (2007). Performance consequences of new CEO 'Outsiderness': Moderating effects of pre-and post-succession contexts. *Strategic Management Journal*, 28(7), 681-706.
- (37). Kim, E. H., & Ouimet, P. (2014). Broad-based employee stock ownership: Motives and outcomes. *The Journal of Finance*, 69(3), 1273-1319.
- (38). Leech, D., & Leahy, J. (1991). Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies. *The Economic Journal*, 101(409), 1418-1437.
- (39). Liljeblom, E., Maury, B., & Hörhammer, A. (2019). Complex state ownership, competition, and firm performance—Russian evidence. *International Journal of Emerging Markets*. 15(2), 189-221.
- (40). Masum, M. H., Alam, M. F., & Alam, M. S. (2024). Effect of board and ownership attributes on corporate performance in transition economy. *Cogent Business & Management*, 11(1), 2369708.
- (41). 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).
- (42). Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.

- (43). Mukhopadhyay, J., & Chakraborty, I. (2017). Foreign institutional investment, business groups and firm performance: Evidence from India. *Research in International Business and Finance*, 39, 454-465.
- (44). Müller, V. O. (2014). The impact of board composition on the financial performance of FTSE100 constituents. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 109(8), 969-975.
- (45). Onomo, M. B. C., Ayoun Bene, M., & Fall, F. S. (2019). Propriété étrangère, investissement et performance des entreprises en Afrique: cas du Cameroun. *Management international*, 23, 159-171.
- (46). Ormazabal, G. (2018). The role of stakeholders in corporate governance: A view from accounting research. *Foundations and Trends in Accounting*, 11(4), 193-290.
- (47). Oxelheim, L., & Randøy, T. (2003). The impact of foreign board membership on firm value. *Journal of Banking & Finance*, 27(12), 2369-2392.
- (48). Oxelheim, L., Randøy, T., & Stonehill, A. (2001). On the treatment of finance-specific factors within the OLI paradigm. *International Business Review*, 10(4), 381-398.
- (49). Pandey, S., & Rhee, S. (2015). An Inductive Study of Foreign CEOs of Japanese Firms. *Journal of Leadership & Organizational Studies*, 22(2), 202-216.
- (50). Peck-Ling T, Nai-Chiek A, Shee-Seong L. (2016). Foreign ownership, foreign directors and the profitability of Malaysian listed companies. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 219, 580-588.
- (51). Phung, D. N., & Le, T. P. V. (2013). Foreign Ownership, Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from Vietnamese Listed Firms. *IUP Journal of Corporate Governance*, 12(2), 40-58.
- (52). Pucheta-Martínez, M. C., & García-Meca, E. (2019). Monitoring, corporate performance and institutional directors. *Australian Accounting Review*, 29(1), 208-219.
- (53). Pugh, W. N., Jahera, J. S., & Oswald, S. (1999). ESOPs, takeover protection, and corporate decision-making. *Journal of Economics and Finance*, 23(2), 170-183.
- (54). Richter, A., & Schrader, S. (2017). Levels of employee share ownership and the performance of listed companies in Europe. *British Journal of Industrial Relations*, 55(2), 396-420.
- (55). Sbai, H., & Meghouar, H. (2017). L'impact des mécanismes de gouvernance sur la performance des banques marocaines. *Question (s) de Management*, (3), 173-187.
- (56). Semache, S. (2006). La diversité au cœur des équipes: quels enjeux? quelles méthodes de management? quelle place pour le management intermédiaire?. *Management Avenir*, (4), 199-211.
- (57). Shay, J. P., & Tracey, J. B. (2009). Expatriate adjustment and effectiveness: The mediating role of managerial practices. *Journal of International Management*, 15(4), 401-412.
- (58). Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3, Part 1), 461-488.
- (59). Shrivastav, S. M., & Kalsie, A. (2017). The Relationship between Foreign Ownership and Firm Performance in India: An Empirical Analysis. *Artha Vijnana*, 59(2), 152-162.
- (60). Sojli, E., & Tham, W. W. (2010, June). The impact of foreign government investments on corporate performance: Evidence from the US. In *Paris December 2010 Finance Meeting EUROFIDAI-AFFI*.
- (61). Țaran, A., & Mironiuc, M. (2018). Influence of local versus foreign corporations, as shareholders, on financial performance of Romanian listed companies. *Review of Economic and Business Studies*, 11(1), 97-116.
- (62). Tsafack, G., & Guo, L. (2021). Foreign shareholding, corporate governance and firm performance: Evidence from Chinese companies. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 31, 100516.

- (63). Ujunwa, A. (2012). Board characteristics and the financial performance of Nigerian quoted firms. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 12(5), 656-674.
- (64). Wamba, L. D., Ndjanyou, L., & Tsanga, R. C. N. N. (2017). Investissements directs étrangers dans le capital des grandes entreprises au Cameroun: quel effet sur leur performance?. *Marché et Organisations*, (1), 81-104.
- (65). Webster, A., Okafor, G., & Barrow, C. (2022). Foreign ownership and firm performance in Sub-Saharan Africa. *Transnational Corporations Review*, 14(4), 418-437.
- (66). Yeh, C. M. (2020). The influence of foreign institutional investors, institutional directors, and the share pledge ratio of directors on financial performance of tourism firms. *Tourism Economics*, 26(1), 179-201.
- (67). Yu, M. (2013). State ownership and firm performance: Empirical evidence from Chinese listed companies. *China Journal of Accounting Research*, 6(2), 75-87.
- (68). Yu, L., Liu, Y., Niu, Y., & Xiao, Z. (2023). Greener together: The impact of China's mixed-ownership reform on firm carbon emissions. *Energy Policy*, 180, 113689.
- (69). Yudaeva, K., Kozlov, K., Melentieva, N., & Ponomareva, N. (2003). Does foreign ownership matter? The Russian experience. *Economics of Transition*, 11(3), 383-409.
- (70). Zhang, Y., & Rajagopalan, N. (2010). Once an outsider, always an outsider? CEO origin, strategic change, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 31(3), 334-346.
- (71). Zhang, J., & Wu, W. (2024). The impact of foreign ownership on corporate ESG performance. *Finance Research Letters*, 66, 105602.