

Structure du capital et création de valeur dans les entreprises camerounaises

Capital structure and value creation in Cameroonian companies

Eugène MOHE, (*Enseignant chercheur*)

*Laboratoire de Recherche en Gestion Appliquée (LAREGA)
 Ecole Normale Supérieure d'Enseignement Technique (ENSET)
 Université de Douala-Cameroun*

Adresse de correspondance :	Ecole Normale Supérieure d'Enseignement Technique (ENSET) Université de Douala-Cameroun (237) 699787830
Déclaration de divulgation :	Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude. Ils assument l'entière responsabilité de tout éventuel plagiat, de l'usage de l'intelligence artificielle dans la rédaction, ainsi que des résultats présentés dans cet article.
Conflit d'intérêts :	Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.
Citer cet article	MOHE, E. (2025). Structure du capital et création de valeur dans les entreprises camerounaises. <i>International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics</i> , 6(10), 246–276.
Licence	Cet article est publié en open Access sous licence CC BY-NC-ND

Received: 22/08/2025

Accepted: 23/09/2025

International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics - IJAFAME
ISSN: 2658-8455
Volume 6, Issue 10 (2025)

Structure du capital et création de valeur dans les entreprises camerounaises

Résumé

La prise de décision concernant la structure du capital et la création de valeur pour les parties prenantes sont au centre des préoccupations des entreprises. Une littérature abondante particulièrement anglo-Saxonne existe sur ce sujet. Toutefois, les résultats des études menées n'apportent pas encore une réponse définitive et satisfaisante à cette question. La présente communication se veut une contribution à l'analyse de l'impact de la structure du capital sur les variables de création de la valeur actionnariale et partenariale. Le cadre théorique utilisé est celui de la théorie de Modigliani et Miller, la théorie du compromis, la théorie de l'ordre hiérarchique du financement, la théorie du signal et la théorie de l'agence. Après le nettoyage des données bilancielles et financières issues de l'INS¹, nous avons conservé un échantillon de panel cylindré composé de 777 entreprises camerounaises, essentiellement des SARL et des SA appartenant à six sous-secteurs d'activités. L'étude s'étend sur une période de 4 ans, entre 2014 et 2017. En utilisant les analyses de régression à partir du logiciel Stata 14, nous parvenons aux résultats suivants : (1) les dettes financières et les capitaux propres, influencent respectivement, de manière négative et significative la création de valeur actionnariale captée par la ROCE et la création de valeur actionnariale captée par la PAS. (2) Les dettes financières et les capitaux propres ont un impact positif et significatif, respectivement sur la création de valeur partenariale captée par la PAS et sur la création de valeur actionnariale captée par la ROCE. Ces résultats suggèrent que les entreprises camerounaises doivent combiner de manière optimale les financements par endettement et par capitaux propres pour créer de la valeur partenariale et actionnariale. Elles doivent en sus, utiliser le financement par fonds propres en raison de son impact positif sur la création de valeur actionnariale et recourir en cas de besoin au crédit bancaire dont l'effet sur la création de valeur partenariale est établi.

Mots clés : Structure du Capital, Création de la Valeur, Valeur Partenariale, Valeur Actionnariale, Endettement, Capitaux Propres.

JEL Classification : G32

Type de papier : Recherche empirique

Abstract

Decision-making regarding capital structure and value creation for stakeholders are central concerns for companies. There Anglo-Saxon literature on the subject is particularly rich. However, studies conducted to date do not yet provide a definitive and satisfactory answer to this question. This paper aims to contribute to the analysis of the impact of capital structure on the variables of shareholder and stakeholder value creation. The theoretical framework is based on Modigliani and Miller's theory, the trade-off theory, the pecking order theory, the signal theory, and the agency theory. After cleaning companies' financial statements obtained from INS secondary source data base, we retained a panel sample data of 777 Cameroonian companies, mainly limited liability companies and public limited companies belonging to six sub-sectors of activity. The study covers a period of four years, between 2014 and 2017. Using regression analyses from Stata 14 software, we found that (1) financial debt and equity have a negative and significant influence on shareholder value creation captured by ROCE and shareholder value creation captured by PAS, respectively. (2) Financial debt and equity have a positive and significant impact, respectively, on stakeholder value creation as measured by PAS and on shareholder value creation as measured by ROCE. These results suggest that Cameroonian companies must optimally combine debt and equity financing to create stakeholder and shareholder value. In addition, they should favor equity financing because of its low cost and positive impact on shareholder value creation, and resort to bank credit only as a last option, given its established effect on stakeholder's value creation.

Keywords: Capital Structure, Equity, Financial Debt, Value Creation, Stakeholders' Value, Shareholder Value, Debt, Equity.

Classification JEL: G32

Paper type: Empirical Research

¹ L'Institut National de la Statistique du Cameroun.

1. Introduction

Les dirigeants d'entreprises s'interrogent constamment sur la façon dont ils doivent financer leurs investissements de manière à réduire leurs coûts et par ricochet se créer de la valeur. Parmi les facteurs expliquant le faible niveau de performance des entreprises, figure en bonne place le choix optimal des modes de financement (Pougue & Bernasconi, 2013). Plus de 70% des entreprises camerounaises rencontrent des difficultés de financement (Groupe de la Banque Mondiale, 2024), seulement 17% ont accès au crédit et 83% utilisent les fonds propres (BAD, 2024). L'étude précise que les entreprises qui ont accès au financement ont tendance à être plus productives et à croître plus rapidement que celles qui n'y ont pas accès. Pour l'Organisation de la Coopération et le Développement Economique (OCDE, 2024), les entreprises du secteur industriel et commercial bénéficient de plus de crédits bancaires, elles enregistrent un taux de croissance supérieure à 6% annuellement depuis plus de 4 ans et contribuent activement à la croissance du PIB au Cameroun. Malgré ce manque criant de financement, 30% des entreprises qui se financent sur fonds propres développent une performance supérieure à celles qui détiennent une structure de propriété dispersée (INS, 2024). Il paraît opportun pour toute entreprise de procéder au choix d'une structure financière qui lui permette de créer de la valeur pour ses différentes parties prenantes et être performante.

Les courants théoriques qui ont façonné la notion de création de valeur stipulent que les dirigeants doivent minimiser le coût du capital et générer de la valeur pour les actionnaires (Vatteville, 2008 ; Huong, 2023). Ils doivent agir selon l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires sous forme de dividendes et de valeur marchande des actions (Cappelletti & Khouatra, 2002). Pour discipliner le dirigeant et le contraindre à agir dans l'intérêt des actionnaires, la vision financière à céder la place à l'approche partenariale de la valeur qui introduit des mécanismes de contrôle interne et externe. L'approche partenariale de la valeur est issue des travaux de Charreaux (2007), qui considère l'entreprise comme un nœud de contrats dont chaque partie cherche à tirer le maximum d'avantage. Toutes les parties prenantes assumant une part du risque résiduel, il est légitime qu'ils reçoivent une part de la rente créée. La structure du capital est communément définie comme un mélange de ressources financières, capitaux propres et dettes, utilisées par une entreprise pour financer ses activités et ses investissements (Buvanendra & al. 2017 ; Koumetio Kenfack & al. 2024). Depuis les travaux pionniers de Modigliani & Miller (1958) qui attestent qu'en absence d'impôts, la structure du capital n'affecte pas la valeur de l'entreprise ou sa rentabilité, plusieurs auteurs ont étudié cette relation (Saadouni & Habbani, 2024 ; Koumetio Kenfack & al., 2024 ; Temomo Wamba & al., 2019 ; Kebewar, 2013) ou la relation avec la performance (Saadouni & al., 2025 ; Aamoum & Nakri, 2023 ; Margaritis & Psillaki, 2010 ; Nunes & al., 2009 ; Rao & al., 2007). Suivant les contextes d'étude, ces travaux ont remis en question l'existence de la structure optimale du capital stipulée par Modigliani et Miller notamment en Afrique sub-saharienne. Malgré l'abondance des études sur la structure du capital et la création de valeur, il convient de relever l'absence de consensus entre les chercheurs autour de cette relation bien que la création de valeur figure parmi les critères les plus récents d'évaluation de la performance. Ce travail vise donc à répondre à l'interrogation suivante : Quel est l'effet de la structure du capital sur la création de valeur actionnariale et partenariale dans les entreprises camerounaises ? L'objectif sous-jacent est de mesurer l'impact de la structure du capital sur la valeur créée par les entreprises et de dégager quelques perspectives. Pour mener ce travail à bien, des tests de régression ont été pratiqués sur des données de panel des entreprises appartenant à six sous-secteurs d'activités (entre 2014 et 2017). Les résultats obtenus montrent que l'endettement et les capitaux propres ont des effets asymétriques sur la création de valeur actionnariale et partenariale. Ce qui suggère que les entreprises camerounaises doivent privilégier le financement par capitaux propres et utiliser l'endettement en deuxième ressort. Cet article

contient cette introduction, une revue de la littérature et un cadre théorique, la méthodologie de la recherche, les résultats et leur discussion, ainsi qu'une conclusion.

2. Revue de la littérature et cadre théorique

2.1 Clarification conceptuelle de la structure du capital et de la création de valeur

2.1.1 Eléments de base de la structure du capital

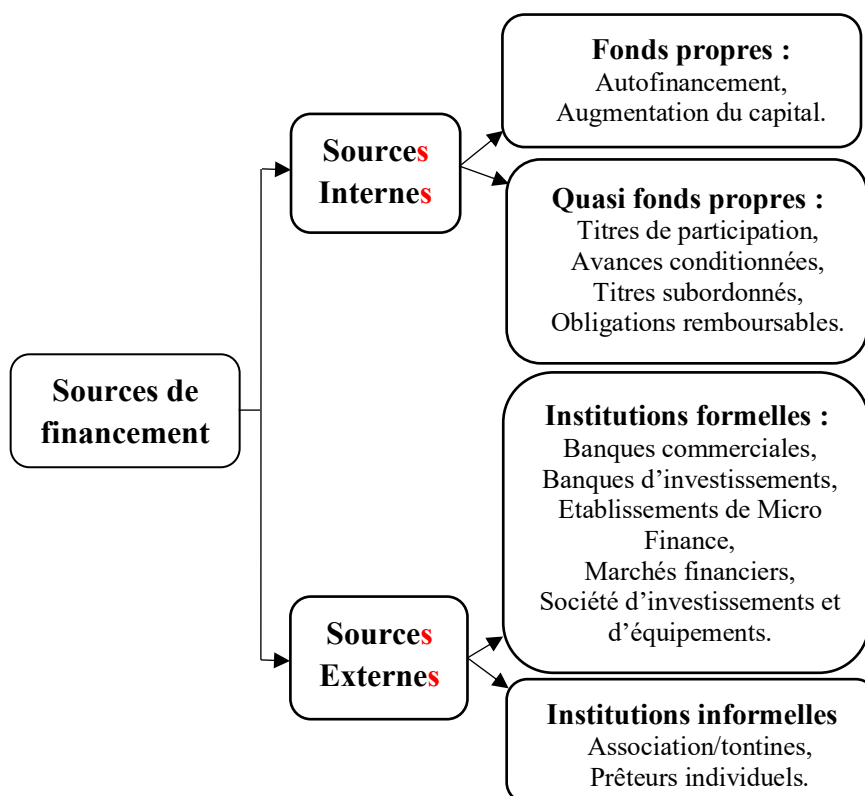
L'intérêt porté sur la structure du capital trouve son origine dans les discours autour de son optimalité qui renvoie à la problématique de son impact sur la création de valeur pour les parties prenantes de l'entreprise. L'ambiguïté autour de la structure du capital vient de la pluralité de terminologies et des définitions de ce concept. La structure du capital est indifféremment désignée par des expressions comme structure financière, politique financière, politique de financement, politique d'endettement, endettement, comportement de financement. Les auteurs éprouvent encore du mal à faire une distinction entre ces différents termes. En effet, le terme anglais « capital structure » qui signifie « structure du capital », traduit dans la littérature financière anglo-saxonne, signifie indifféremment la notion de structure financière à proprement parler et celle de structure du capital à long et moyen terme.

La structure du capital constitue un aspect important qui affecte l'ensemble des niveaux stratégique et opérationnel des entreprises, conduisant à focaliser l'attention des spécialistes de la comptabilité et de la finance d'entreprise (Neves et al., 2020). Gérer la structure du capital revient à réduire le coût du capital (coût des capitaux et de la dette) et à accroître la valeur créée pour les actionnaires (Huong, 2023). Habituellement, les entreprises sont enclines à choisir entre l'endettement et les capitaux propres provenant du passif pour financer leurs activités. L'opinion selon laquelle, une structure de capital est un compromis entre le financement par fonds propres ou par dettes est largement répandue (Goffin, 2012). Dans la littérature en comptabilité et finance, des auteurs parlent d'une combinaison de dettes et de capitaux propres présents dans le haut du bilan des entreprises (Brigham & Ehrhardt, 2008). La structure du capital désigne essentiellement le financement de l'entreprise à travers les fonds propres et les dettes à long et moyen terme, contrairement à la structure financière qui renvoie au financement à long terme et à court terme.

Selon le référentiel OHADA (2018)², les dettes et les capitaux propres représentent des sources de financement externe (formelles et informelles) et interne (fonds propres et quasi-fonds propres). Les financements internes sont constitués de fonds propres : *autofinancement* (ressource interne essentielle destinée à financer en tout ou en partie les investissements, l'accroissement des besoins en fonds de roulement et les liquidités) (Hamadi, 2020) ; *augmentation du capital* (émission de nouvelles actions achetées par des actionnaires, anciens ou nouveaux, en faisant appel aux marchés financiers si l'entreprise est cotée en bourse, ou en incorporant dans le capital social la partie des profits qui avait été mise en réserve, car n'ayant pas été distribuée) (Quiry et al., 2009) et de quasi-fonds propres (fonds hybrides entre capitaux propres et dettes financières, qui présentent soit une faible probabilité de remboursement, soit une absence d'échéancier, soit le remboursement par d'autres instruments de capitaux propres). La figure ci-dessous illustre les différentes sources de financement de l'entreprise.

² Organisation pour l'Harmonisation en Afrique du Droit des Affaires.

Figure 1 : Sources de financements de l'entreprise



Source : Auteur, à partir d'une revue de la littérature

Le financement par endettement est principalement assuré par les institutions financières ou les agences de placements (sources formelles), mais aussi par d'autres acteurs du secteur informel tels que les associations, les tontines ou la famille (sources informelles). Les institutions financières sont des entreprises ou organisations d'affaires qui jouent le rôle d'intermédiaires, de mobilisateurs, de dépositaires d'épargne et le rôle de pourvoyeurs de crédits à long et moyen terme, à court terme, et de crédit-bail. Les sources de financements informels sont, quant à elles, caractérisées par une grande accessibilité, ce qui attire les petites et moyennes entreprises.

2.1.2 Approche conceptuelle de la création de valeur

Le dictionnaire de langue française associe systématiquement la notion de « valeur » à celle de « mesure », ce qui rend leurs définitions circulaires. En fait, la valeur est définie par la mesure et vice versa. Dans la littérature anglo-saxonne, le terme « mesure » est de préférence associé à « amount » ou « quantity » (Bourguignon, 2005). Mais cette notion n'a cessé d'évoluer avec le changement du contexte d'évaluation. La définir dans le cadre de l'entreprise est d'autant plus difficile que cette dernière est un ensemble hétéroclite constitué de biens financiers, matériels, immatériels et de personnes. De plus, l'entreprise est en changement perpétuel et le temps est un facteur capital qui influence le processus d'évaluation. À la base, la valeur a été définie par l'économiste Alfred Marshall³ (1890), comme la résultante entre l'offre d'un bien qui est fonction des coûts (vision objective) et la demande de ce bien qui est fonction de l'utilité (vision subjective). Pour Bréchet & Desreumaux (2001), la valeur est un concept polysémique, omniprésent dans les débats en Sciences de Gestion mais toujours difficile à cerner. Selon

³ *Principes d'économie politique, (1890).*

Simon (2000), il convient de considérer la valeur comme une réalité contingente et subjective. Demtale (2024), définit la valeur comme une notion complexe, car elle possède de nombreux sens et est évoquée dans plusieurs disciplines (l'économie, l'éthique, l'esthétique, la politique et le social). Il en conclut que la valeur d'un bien économique est ce qui détermine le rapport d'échange de ce bien avec un autre bien. C'est la qualité conventionnelle qui est attribuée à un objet à la suite de calculs ou d'une expertise, la valeur n'est donc pas un fait, mais une opinion. Pour les théoriciens néoclassiques, c'est l'utilité marginale d'un bien qui confère sa valeur. Elle est définie non par rapport aux coûts, mais par référence à la demande. Bourguignon (1998) propose de distinguer trois types de valeur : la valeur dans le contexte de la mesure (notamment dans les domaines scientifiques tels que les mathématiques et la physique), la valeur d'un point de vue économique, et enfin, la valeur dans une perspective philosophique. La valeur est une estimation effectuée sur la base des données comptables, financières et environnementales, ou le produit d'une approche théorique, une comparaison ou tout simplement le recours à une référence. De ce fait, la valeur est pensée comme la capacité de la firme à engendrer des profits futurs. Cette définition s'appuie sur le postulat que la valeur totale d'une entreprise dépende de sa valeur économique ou financière, de sa valeur sociale et de sa valeur organisationnelle.

Dans la perspective d'une multitude de parties prenantes, il convient d'éclater la valeur totale en valeur actionnariale et partenariale. La création de valeur n'est plus au seul profit des actionnaires (vision moniste), elle bénéficie à la pluralité des parties prenantes (vision pluraliste). D'après Freeman (1984), « une partie prenante est un individu ou un groupe d'individus qui peut affecter ou être affecté par la réalisation des objectifs organisationnels ». Créer de la valeur suppose de maximiser la richesse distribuée à tous les partenaires de l'entreprise. La place qu'occupe le capital humain et immatériel dans la création de la valeur au sein de l'entreprise dépasse désormais celle du capital financier. Dans la théorie économique, la création de valeur est considérée comme un critère clé d'élection d'un management efficace, elle est partie intégrante de la stratégie d'entreprise. Selon Savall & Zardet (2023), la création de « valeur économique » est au cœur de l'activité des organisations et au centre de leur vocation, de leur raison d'être et de leur stratégie. En plus d'accroître les profits et satisfaire les attentes des parties prenantes, la création de valeur doit conduire à la croissance et à la pérennité de l'entreprise. Jadis basée sur les performances financières passées, les méthodes d'estimation de la valeur ont progressé pour intégrer la performance financière et la valeur générée, en se référant sur le standard de « juste valeur » ou valeur de marché, contrairement à la valeur historique considérée en comptabilité.

La problématique de la création de valeur se résume souvent autour de la question des bénéficiaires de la valeur générée. Pour cela, créer de la valeur exige un retour sur investissement supérieur au rendement requis lorsque le risque est pris en compte (Honnou & al., 2024). La littérature en finance d'entreprise aborde généralement la question de la valeur du point de vue de l'actionnaire. Les dirigeants de l'entreprise se doivent d'agir dans le but de maximiser la richesse des actionnaires. Il existe donc une focalisation sur la valeur actionnariale (shareholder value) au détriment de la valeur partenariale (stakeholders value). Lorino (2003), soulignait déjà cela comme un danger en raison du risque de subir la dictature des actionnaires. Dans la théorie financière, l'entreprise est considérée comme un nœud de contrats dont chaque partie prenante cherche à tirer le maximum d'avantages (Jensen & Meckling, 1976). Cette conception de l'entreprise s'inscrit dans le cadre de la théorie de l'agence, fondée sur l'existence de relations d'agence ou bilatérales entre plusieurs parties lorsque l'une de ces parties, l'agent ou le mandant, agit soit de la part, soit comme le représentant de l'autre (le mandataire). Les dirigeants sont des agents ou mandataires des actionnaires, il leur revient pour mission de défendre au mieux les intérêts de ces derniers, conformément à la théorie de la convergence des buts (Fiol, 1991). Les tenants de la vision contractualiste de l'entreprise défendent l'idée que, mettre l'accent sur la valeur actionnariale ne signifie pas de négliger les autres parties prenantes

impliquées (stakeholders) et leurs préoccupations (Albouy, 2000). En effet, produire de la valeur pour les actionnaires oblige les dirigeants à répondre constamment aux attentes des clients avec des produits de qualité, élaborés par des employés engagés et compétents, en s'approvisionnant auprès des fournisseurs les plus performants.

La notion de valeur partenariale est donc proposée comme alternative à celle de valeur actionnariale (Charreaux & Desbrières, 1998). Ces auteurs considèrent que les décisions de l'entreprise ont des répercussions sur toutes les parties prenantes (stakeholders ou partenaires). De plus, la valeur actionnariale n'offre pas une évaluation satisfaisante des processus de création de valeur basés sur des modélisations d'entreprise contemporaines comme le préconise la théorie contractuelle élargie aux divers partenaires. Cette approche de la valeur qui s'étend à divers intervenants souligne que la création de valeur ne résulte pas seulement de l'apport de capitaux par les actionnaires, mais des efforts conjugués de tous les partenaires. Pour Martinet & Reynaud (2001), l'entreprise est considérée comme une diversité d'intérêts coopératifs et compétitifs. Elle évolue dans l'ère des réseaux qui augmentent les interactions, les accélèrent et font disparaître les frontières entre l'entreprise et les acteurs environnants. Après la maximisation du profit de la firme considérée comme une « boîte noire » et la maximisation de la valeur actionnariale de la firme contractuelle, les débats théoriques s'orientent vers la maximisation de la valeur totale de la firme partenariale (Caby & Hirigoyen, 2001). Cette optimisation suppose la prise en compte d'une triade formée d'une valeur économique (ou financière), d'une valeur organisationnelle et d'une valeur sociale. La création de valeur au niveau de chacune de ces trois branches de la valeur totale comporte une dimension stratégique et une dimension opérationnelle.

2.2 Théories explicatives de la structure du capital et de la création de valeur

La théorie financière actuelle s'est construite sur un ensemble de travaux concernant la création de valeur, la structure de capital et l'univers des risques financiers. Les théories de la finance d'entreprise sont essentiellement développées en vue d'expliquer le choix entre le financement par dettes et par capitaux propres. Chaque théorie propose un certain nombre de variables et de mécanismes qui déterminent la structure du capital des firmes. De manière unanime, tout débat sur la structure financière ou du capital émane des travaux de Modigliani et Miller (1958). À la suite de leurs travaux, différentes théories ont été proposées pour relâcher leurs hypothèses comme la théorie du compromis ou du ratio optimal d'endettement (Myers, 1984), la théorie du financement hiérarchisé (Myers & Majluf, 1984), la théorie de l'agence (Jensen & Meckling, 1976) et la théorie du signal (Ross, 1977). Nous présenterons une synthèse de ces travaux comme base théorique de la recherche.

2.2.1 Théorie classique de Modigliani et Miller

Les travaux précurseurs de Modigliani & Miller (1958) sur la structure du capital ont donné une impulsion considérable au développement du cadre qui a servi de base à l'émergence d'autres théories. Selon Modigliani & Miller (1958), sous certaines hypothèses telles que : l'absence d'imposition, de détresse financière, de coûts de transaction et de coûts d'agence ; la structure financière (ou l'effet de levier financier) n'affecte pas la valeur marchande d'une entreprise. Sous ces hypothèses, les avantages et les coûts de l'endettement disparaissent et ce dernier a donc un effet neutre sur la valeur. La théorie de la « non pertinence » de la structure du capital postule qu'il n'existe pas de structure de capital optimale puisque le coût moyen pondéré du capital n'est pas lié à la structure du capital et l'effet de levier de la dette est nul. Seuls les projets ayant une valeur actuelle nette positive peuvent accroître la valeur de l'entreprise. Modigliani & Miller (1963), revisitent leur position pour tenir compte de l'impôt sur les sociétés (impôt corporatif) et de la déductibilité des coûts financiers liés à la dette. Ils concluent qu'il existe une structure de capital optimale où l'utilisation de l'endettement est

maximisée. En fait, l'introduction des impôts accentue l'impact de la dette sur la valeur de l'entreprise. Ainsi, les entreprises gagneraient à abandonner le financement par fonds propres et se financer intégralement par le biais de la dette pour profiter des avantages fiscaux et maximiser leur valeur. Miller (1977), reviens sur la théorie de Modigliani & Miller (1958 & 1963) et s'intéresse à l'impôt sur le revenu des personnes physiques. Il affirme alors que cet impôt a pour conséquence d'annuler les avantages fiscaux liés à la déductibilité des frais financiers : les effets positifs de l'endettement sur la valeur de l'entreprise se voient alors atténués. Dépendamment des taux d'imposition corporatifs et personnels, l'avantage fiscal de la dette peut être neutralisé jusqu'à devenir négatif. Ce qui remet, en cause, la thèse de la structure optimale du capital. L'endettement n'a donc aucune incidence sur la création de valeur actionnariale et partenariale. La valeur de l'entreprise dépend de ses actifs et des flux de trésorerie (Modigliani & Miller, 1958).

2.2.2 Théorie du compromis « trade-off theory »

C'est la continuité de la théorie de Modigliani & Miller, elle a été développée par Myers (1984). Selon cette approche, la structure optimale du capital de l'entreprise est un compromis entre les économies fiscales générées par la déductibilité des charges financières et des coûts de détresse financière générés par l'augmentation du risque que prend l'entreprise en s'endettant davantage. La théorie des arbitrages prévoit que les entreprises choisissent des niveaux d'endettement afin d'atteindre un équilibre entre les avantages de la fiscalité et les coûts liés aux difficultés financières futures ou à l'inflexibilité financière actuelle. Cette théorie postule l'existence d'un ratio optimal d'endettement qui permet à l'entreprise de maximiser sa valeur compte tenu des gains et des pertes potentiels liés à sa dette. Deux facteurs peuvent être considérés : d'une part les économies fiscales dues à la déductibilité des intérêts d'emprunt et d'autre part, les dépenses potentielles résultant de la détresse financière découlant de ce niveau d'endettement. Pour Berk & al. (2011)⁴, la valeur d'une entreprise endettée est égale à la valeur d'une entreprise non endettée, augmentée de la valeur actuelle des économies d'impôt et diminuée de la valeur actuelle du coût des difficultés financières potentielles.

2.2.3 Théorie du financement hiérarchisé « pecking order theory »

Au cours des années 1980, Myers & Majluf (1984) énoncent une hiérarchie des sources de financement fondée sur deux faits principaux, la recherche des modes de financement les moins onéreux et l'existence des asymétries d'informations entre les divers bailleurs de fonds. Selon ces auteurs, il ne s'agit plus de rechercher un ratio d'endettement optimal, mais de choisir des sources de financement selon les opportunités d'investissement rencontrées, les flux de trésorerie générés, leurs historiques de financement et les conditions actuelles du marché. Cette théorie affirme que l'entreprise privilégie dans un premier temps l'autofinancement ou financement interne (actifs liquides excédentaires ou bénéfices non distribués), en raison de sa nature peu onéreuse. Par la suite, l'entreprise sollicite le financement externe en commençant par la dette bancaire, moins coûteuse et l'emprunt obligataire après. Si toutes les sources de financement précédentes sont insuffisantes, l'entreprise peut émettre des actions sur le marché des titres. Les entreprises qui adoptent une hiérarchie dans la sélection de leurs ressources financières privilégient d'abord les ressources internes et, ce n'est qu'en cas d'insuffisance de ces dernières qu'elles se tournent vers le système bancaire ou l'émission d'actions.

2.2.4 Théorie du signal et du Market timing

La théorie du signal a été développée par Ross (1977). L'auteur affirme que divers signaux sont envoyés sur le marché, notamment lorsque les dirigeants prennent des décisions ayant trait au financement des opérations de la firme. Cette théorie établit un lien entre la structure financière

⁴ Cités par Ouadi, 2021.

d'une société et sa performance. L'émission de signaux par les dirigeants de l'entreprise à travers les décisions qu'ils prennent concernant la structure du capital est un moyen d'affirmer leur performance par rapport aux autres entreprises. Par exemple, la contraction de dette sera reçue positivement sur le marché, car elle signifie que l'entreprise est en bonne santé financière et prévoit d'avoir de bons rendements futurs. La théorie prévoit un effet de signal plus prononcé pour l'émission de dettes bancaires (non obligataires), ainsi que pour les entreprises naissantes ou réputées avoir un grand potentiel de croissance. Les signaux sont définis comme des actions et/ou des annonces d'une société transmettant des informations à l'extérieur sur ses intentions et capacités (Porter, 1980). En contexte d'asymétrie d'information, la théorie du signal postule une corrélation positive entre l'endettement et la rentabilité. En effet, la théorie met en avant les problèmes d'asymétrie de l'information et le comportement opportuniste des dirigeants qui peuvent émettre des signaux pour conforter leur position. Ce contexte exacerbe le risque d'anti sélection et l'aléa moral (Akerlof, 1970), qui ont été développés par Jensen & Meckling (1976) dans le cadre de la théorie de l'agence.

La théorie du Market timing a été développée dans les travaux de Backer & Wurgler (2002) qui démontrent l'effet du « timing des marchés » sur la structure du capital. Ces auteurs stipulent que les dirigeants s'appuient sur les conditions du marché pour choisir les sources de financement les plus adéquates. L'émission d'actions en vue de collecter des fonds sera alors privilégiée lorsque les valeurs boursières sont élevées et que le marché boursier est « bouillant », tandis que le marché obligataire est « froid ». En effet, la prise en compte du « timing du marché » peut temporairement modifier la hiérarchie des sources de financement énoncée par la théorie du « Pecking Order ». Le ratio cible d'endettement n'est pas utilisé pour le choix des sources de financement, mais plutôt l'attitude des dirigeants qui se montrent opportunistes et profitent des conditions favorables du marché.

2.2.5 Théorie de l'agence

La présence des conflits d'intérêts amène Jensen & Meckling (1976), à considérer l'entreprise comme un nœud de contrats formels et informels. Un contrat étant une relation d'agence dans laquelle un principal confie à un agent le pouvoir de décision, lui permettant ainsi d'agir en son nom et dans son intérêt (Jensen & Meckling, 1976). Les coûts d'agence se composent des pertes résiduelles, c'est-à-dire les pertes de valeur subies par le principal en cas de conflit d'intérêts, les coûts supportés par le principal pour superviser l'agent, ainsi que les dépenses faites par l'agent. En principe, la relation d'agence ressemble fortement à celle qui existe entre le dirigeant ou le créancier en tant qu'agent et l'actionnaire considéré comme principal. Jensen & Meckling identifient deux types de conflits : **(a)** les conflits entre les actionnaires et les dirigeants : une discordance interne entre les actionnaires et le gestionnaire se manifeste lorsqu'il y a un surplus de flux de trésorerie, c'est-à-dire une liquidité excédentaire après le financement de tous les projets rentables (Jensen, 1986). **(b)** Les conflits entre les propriétaires et les créanciers : ils naissent du phénomène de transfert de richesse de l'actionnaire vers le créancier. Dans ce contexte, les éléments de la stratégie financière se transforment en outils pour résoudre les désaccords existants entre les gestionnaires, les actionnaires et les prêteurs et qui découlent des différences d'objectifs et des asymétries d'information. L'arbitrage entre les coûts d'agence liés au financement par des capitaux propres et ceux associés à l'endettement permet d'atteindre une structure de financement optimal correspondant à la minimisation des coûts totaux d'agence.

Selon la théorie de l'agence, l'endettement a un effet asymétrique sur la rentabilité. Le premier effet est positif dans le cas des coûts d'agence liés aux fonds propres entre les actionnaires et les dirigeants. En fait, l'endettement peut inciter les dirigeants à une meilleure gestion des fonds propres, limitant ainsi les dépenses discrétionnaires et améliorant la performance. En revanche, le second impact est négatif et découle des coûts d'agence associés aux dettes financières entre

les actionnaires et les prêteurs. Dans ce cas, le recours à l'endettement peut pousser les actionnaires à adopter des comportements risqués, pouvant nuire aux prêteurs. Ce qui induit des conflits d'intérêts et engendre des coûts associés à la surveillance et à la réorganisation de la dette. L'effet de la fiscalité est donc relativement difficile à prévoir, puisqu'il se base sur l'idée de la déductibilité fiscale des intérêts des emprunts, de l'imposition des revenus et des déductions fiscales qui ne sont pas liées à l'endettement. Cette théorie explique comment la structure du capital, notamment l'endettement peut être utilisée pour réduire les conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires. En amenant les dirigeants à aligner leurs décisions sur les intérêts des actionnaires, cela conduit à la création de valeur pour les parties prenantes.

Le tableau ci-dessous présente une synthèse des principales théories sur la structure du capital et la création de valeur.

Tableau 1 : Principales théories sur la structure du capital et la création de valeur

Théories	Auteurs	Conclusions
Théorie de la neutralité	Modigliani & Miller (1958) Miller (1977)	La structure financière a un effet neutre sur la valeur. Il n'existe pas de structure de capital optimale.
L'effet de la fiscalité sur l'endettement	Modigliani & Miller (1963)	La structure du capital a un effet positif sur la valeur de l'entreprise.
Théorie du compromis	Myers (1984)	Existence d'un ratio optimal d'endettement qui maximise la valeur de l'entreprise en fonction des gains et des pertes potentiels liés à la dette.
Théorie du financement hiérarchique	Myers & Majluf (1984)	Le choix des sources de financement est fonction des opportunités d'investissement rencontrées. L'entreprise privilégie le financement interne.
Théorie du signal	Ross (1977)	Les dirigeants émettent des signaux à travers les décisions qu'ils prennent concernant la structure du capital, comme un moyen d'affirmer leurs performances.
Théorie du Market timing	Backer & Wurgler (2002)	Les dirigeants s'appuient sur les conditions du marché pour choisir les sources de financement les plus adéquates (émission d'actions lorsque les valeurs boursières sont élevées) La prise en compte du « timing du marché » modifier la hiérarchie des sources de financement énoncée par la théorie du « Pecking Order ».
Théorie de l'agence	Jensen & Meckling (1976)	L'arbitrage entre les coûts d'agence liés au financement par des capitaux propres et ceux associés à l'endettement permet d'atteindre une structure de financement optimale correspondant à la minimisation des coûts totaux d'agence.

Source : Auteur, à partir d'une revue de la littérature.

2.3 Analyse de la littérature empirique

Au plan empirique, plusieurs travaux de recherche révèlent des divergences de points de vue autour de l'effet de la structure du capital des entreprises sur la création de valeur ou la performance financière.

2.3.1 Effet positif de la structure du capital sur la création de valeur

Plusieurs études attestent que le financement par endettement a un effet positif sur la profitabilité ou la création de valeur. Nous présentons ci-après une synthèse de ces travaux.

- Baum & al. (2007), ont réalisé une étude sur un échantillon d'entreprises allemandes pour la période de 1988 à 2000. Cette étude examine l'effet direct de l'utilisation par les entreprises non financières des passifs à court terme par rapport à des passifs à long terme. À partir d'un modèle structurel de prédiction que la rentabilité de l'entreprise varie en fonction de l'utilisation des passifs à court terme par rapport aux passifs à long terme, les auteurs arrivent à la conclusion

que les entreprises qui dépendent davantage des passifs à court terme sont susceptibles d'être plus rentables.

- Nunes & al., (2009), étudient à partir de différents modèles de panel, les déterminants de la rentabilité des industries de services portugaises. Les résultats obtenus montrent que la rentabilité est persistante dans le temps et que, pour les grandes entreprises à forte croissance, un faible niveau d'endettement et d'actifs fixes est plus rentable.
- Margaritis & Psillaki (2010), testent la relation entre la structure du capital, la structure de propriété et la performance des entreprises à partir d'un échantillon d'entreprises manufacturières françaises. Ils testent également la relation directe entre l'endettement et l'efficacité stipulée par le modèle de coût d'agence de Jensen et Meckling (1976). L'étude révèle que les entreprises les plus efficaces choisissent l'endettement dans leur structure de capital.
- Fahad & al. (2024), examine la relation complexe entre performance des entreprises et structure du capital, en se concentrant sur 78 sociétés cotées à la Bourse de Dhaka (DSE). Afin d'analyser en profondeur cette corrélation, des données de panel couvrant la période 2017-2021 ont été collectées pour 78 sociétés échantillonnées opérant à la DES. Il apparaît que les ratios d'endettement spécifiques, comme l'endettement total à court terme et le ratio dette totale sur l'actif total, ont affiché une corrélation positive notable avec la ROE à un seuil de signification de 1%.

2.3.2 Effet négatif de la structure du capital sur la création de valeur

La plupart des travaux recensés dans la littérature confirment plutôt une influence négative de la structure du capital sur la création de valeur ou la performance :

- Ngobo & Capiez (2004), ont mené une recherche mettant en avant l'influence des différences culturelles sur la relation entre la structure du capital d'une entreprise et sa performance. Ils ont basé leur analyse sur les sociétés cotées en bourse dans différents pays. Les données collectées concernaient la période de 1992 à 2002, 166 320 données ont été analysées. L'étude distingue trois mesures de la performance : la valeur de l'entreprise, la performance financière et la valeur marchande. La performance commerciale est mesurée par le taux de croissance des ventes, la performance financière par le rendement des actifs (ROA), tandis que la valeur de l'entreprise est mesurée par le rapport entre la valeur marchande et la valeur comptable. L'analyse révèle que la dette globale est négativement corrélée à la performance.
- Goddard & al. (2005), utilisent l'économétrie des données de panel pour mesurer les déterminants de la rentabilité des entreprises des secteurs manufacturiers et de services dans quatre pays européens : Belgique, France, Italie et Royaume-Uni, au cours de la période 1993-2001. Les résultats obtenus montrent que le ratio d'endettement d'une entreprise et sa rentabilité sont négativement corrélés, mais les entreprises ayant une liquidité plus élevée ont tendance à être plus rentables.
- Rao et al. (2007), ont examiné l'effet de la structure du capital sur la performance financière. L'étude a été motivée par le désir d'expliquer l'utilisation de la dette par les entreprises d'Oman (Asie). Les résultats suggèrent que, contrairement à la théorie du compromis, il existe une association négative entre le niveau d'endettement et la performance financière. Cela a été expliqué par le coût élevé de l'emprunt et la nature sous-développée du marché de la dette à Oman. Les économies d'impôt que l'entreprise réalise en utilisant l'endettement ne semblent pas suffisantes pour compenser les coûts d'utilisation de l'endettement, de même que le coût élevé des intérêts.
- À partir de différents modèles de panel, Nunes et al. (2009), mesurent les déterminants de la rentabilité des industries de services portugaises. Les résultats obtenus montrent que la nécessité de rembourser périodiquement les charges de la dette nuit à la rentabilité.

- Kebeward (2012), évalue l'effet de l'endettement sur la profitabilité. Cet effet pouvant être expliqué par deux théories essentielles : la théorie du signal, la théorie de l'agence et l'influence de la fiscalité. L'échantillon de l'étude se compose d'un panel de 1078 entreprises françaises, non cotées, de type anonyme et SARL, appartenant au secteur de la construction sur la période 1999-2006. À partir de la méthode des moments généralisés (MMG), l'étude révèle que l'endettement affecte négativement la profitabilité.
- Temomo Wamba & al. (2019), ont évalué l'effet de différents modes de financement sur la création de valeur pour les parties prenantes de la PME camerounaise. Les données ont été collectées auprès de 227 PME du secteur du commerce et de la distribution. À partir des tests de régression logistique binaire, l'étude confirme que l'endettement bancaire et l'émission de nouvelles actions exercent chacun une influence significative et négative sur la création de la valeur partenariale.
- Nguyen & Nguyen, (2020), analysent la relation entre la structure du capital et la rentabilité des sociétés non financières cotées sur le marché boursier vietnamien. Les données de panel sont extraites des états financiers de 488 sociétés cotées entre 2013 et 2018. La structure du capital est représentée par les ratios des dettes à court terme, des dettes à long terme et le total des dettes par rapport au total des actifs. La rentabilité est mesurée par le rendement des capitaux propres (ROE), le rendement des actifs (ROA) et le bénéfice par action (EPS). Les résultats montrent que la structure du capital des sociétés non financières cotées au Vietnam est négativement corrélée à leur performance.
- Fahad & al. (2024), ont étudié les sociétés cotées à la Bourse de Dhaka (DSE). Il en découle que tous les ratios d'endettement (ratio d'endettement à court terme, à long terme ou total), ont un impact négatif substantiel sur la variable ROA à un niveau significatif de 1%.

2.3.3 Effets positifs et négatifs de la structure du capital sur la création de valeur

Plusieurs auteurs ont relevé un effet à la fois positif et négatif de la structure du capital sur la création de valeur :

- Kharabsheh & al. (2017), à partir d'un ensemble de données de panel du secteur non financier jordanien sur la période 2006-2016, ont étudié l'effet de la structure du capital sur la performance des entreprises dans un cadre dynamique. Sur la base de la prédiction des coûts d'agence, les résultats documentent une relation non monotone significative, c'est-à-dire positive à des niveaux d'endettement faibles, mais négatifs à des niveaux d'endettement plus élevés.
- Huong Thi Thanh CO & al. (2021), ont examiné et mesuré l'impact de la structure du capital sur la rentabilité des entreprises des marchés émergents. L'échantillon de recherche comprenait dix-huit entreprises de caoutchouc cotées à la bourse du Vietnam entre 2015 et 2019. Les résultats montrent que la rentabilité des entreprises de caoutchouc cotées au Vietnam, mesurée par le rendement des capitaux propres (ROE), a une relation positive avec le ratio dette/actif, mais a une relation négative avec le ratio dette/actif à long terme.
- Rezarta Shkurti Perri & Shpresa Cela (2022), examinent la relation entre la structure du capital et la rentabilité de 53 entreprises de construction albanaises pour les années 2016 à 2019. Les résultats de la régression multiple montrent qu'il existe une relation significative entre la structure du capital et le rendement des entités. En effet, le ratio du passif à court terme par rapport à l'actif total et le ratio du passif à court terme par rapport au passif total ont une corrélation négative avec le rendement des actifs des entités. Par contre, les ratios d'endettement à long terme sur l'actif total, de passif à court terme sur l'actif total et de passif total sur les capitaux propres ont une relation positive avec le rendement des capitaux propres de ces entreprises.
- Nguyen Soa La, & al. (2023), explorent la structure du capital susceptible d'avoir un impact sur la rentabilité des entreprises vietnamiennes. Les données quantitatives fournies par 300

entreprises vietnamiennes sur la période de 2012 à 2018, ont été clarifiées grâce à un modèle de régression. Les résultats indiquent que la rentabilité de l'entreprise, représentée par le rendement des capitaux propres (ROE) et le rendement des actifs (ROA), est associée à la liquidité et à l'endettement. C'est-à-dire qu'il existerait une relation positive entre la liquidité et la rentabilité des entreprises vietnamiennes, tandis qu'il existerait une relation négative entre l'endettement à long terme et la maximisation des profits. Il apparaît également que le prêt à court terme a un impact positif sur la rentabilité de ces entreprises.

2.3.4 Relation concave entre la structure de capital et la création de valeur

D'autres recherches ont mis en évidence un effet non linéaire, concave ou en U, dans la relation entre la structure du capital et la création de valeur ou la rentabilité :

- Van Toan NGO & al. (2020), examinent l'impact de la dette sur la rentabilité des entreprises non financières cotées sur le marché boursier vietnamien. Les données de panel de l'échantillon de recherche comprennent 118 sur une période de neuf ans, de 2009 à 2017. Les résultats empiriques montrent que la dette a un effet négatif statistiquement significatif sur la rentabilité des entreprises. Les résultats montrent également que cet effet est plus fort de manière non linéaire (concave), et le ratio d'endettement a des effets non linéaires sur la rentabilité des entreprises.
- Ouadi (2021), étudie la relation entre l'endettement des entreprises belges et leur rentabilité. Les données relatives aux états financiers de 2500 entreprises du secteur privé ont été extraites de la base de données Bel first de manière aléatoire. Ces données couvraient la période allant de 2011 à 2019 et concernaient 1322 entreprises et 11898 observations. Le modèle économétrique qui a été testé établit avec une significativité statistique satisfaisante, la relation non linéaire entre l'endettement et la variable ROA. Cette relation fluctue en fonction de la nature ou de la maturité initiale des dettes contractées. En effet, le modèle établit une relation concave pour le taux d'endettement à court terme et convexe pour le taux d'endettement à long terme.
- Kebewar (2012), a mené une étude concernant un panel de 1078 entreprises françaises, non cotées, appartenant au secteur de la construction sur la période 1999-2006. Il ressort que l'endettement affecte négativement la rentabilité, non seulement linéairement, mais aussi, de façon non linéaire (concave). Cependant, en détaillant l'analyse selon différentes classes de taille, l'effet négatif linéaire et l'effet non linéaire ne sont significatifs que dans le cas des petites et moyennes entreprises (PME).

2.3.5 La structure du capital n'affecte pas la création de valeur

Un groupe de chercheurs attestent que la structure du capital n'affecte en rien la création de valeur ou la rentabilité.

- Baum & al. (2007), ont trouvé un effet non significatif de l'impact de la structure du capital sur la rentabilité des entreprises industrielles américaines.
- Kebeward (2013), a étudié cette relation auprès des sociétés industrielles françaises et arrive à la même conclusion.
- Mashavave & Tsaurai (2015), ont analysé l'impact de la structure financière sur les mesures de performance. L'échantillon étudié était composé d'entreprises cotées à la Bourse de Johannesburg en Afrique du Sud. Les auteurs ont utilisé le ratio dette/capitaux propres comme variable indépendante et la marge bénéficiaire comme variable dépendante. L'analyse a montré l'absence de relation entre les deux variables.
- Indrisano & al. (2019), apprécient la relation entre la structure financière et la performance de 4533 sociétés européennes cotées en bourse. La période de référence de l'étude est de trois ans (2015-2017). À partir d'une analyse de corrélation et de régression linéaire, l'étude montre

que la structure financière ne conditionne pas la performance économique et financière des sociétés cotées européennes.

- Rezarta Shkurti Perri & Shpresa Cela (2022), ont étudié la relation entre la structure du capital et la rentabilité de 53 entreprises de construction albanaises pour les années 2016 à 2019. Les résultats montrent que la structure du capital n'a pas d'impact significatif sur la rentabilité de l'entreprise.

2.4 Présentation des hypothèses de recherche

Cette étude postule que *la structure du capital a un effet notable sur la création de valeur dans les entreprises camerounaises*. De cette hypothèse générale découlent deux Hypothèses Spécifiques (HS) qui sont les suivantes : *le financement par endettement influence la création de valeur actionnariale et partenariale* (HS-1) et *le financement par capitaux propres a un impact sur la création de valeur actionnariale et partenariale* (HS-2). Ces deux hypothèses spécifiques sont déclinées en deux sous hypothèses que nous présentons dans les paragraphes subséquents.

2.4.1 Effet de l'endettement sur la création de valeur actionnariale

Fama & French (1998), analysant la relation entre les impôts, les décisions de financement et la valeur de l'entreprise, ont conclu que la dette ne concède pas d'avantages fiscaux. En outre, le degré élevé d'endettement génère des problèmes d'agence entre les actionnaires et les créanciers qui prédisent comme le montre la littérature, un effet négatif de l'endettement sur la rentabilité. En effet, les informations négatives relatives à la dette masquent l'avantage fiscal de la dette. Booth & al. (2001), ont étudié la relation entre la structure du capital de plusieurs entreprises dans les pays aux marchés financiers extrêmement différents. Ils ont trouvé que les variables qui affectent le choix de la structure du capital des entreprises sont similaires, malgré les grandes différences présentées par les marchés financiers. Ils en ont conclu que la rentabilité est inversement corrélée au niveau d'endettement. En absence d'imposition et de coûts d'agence, l'effet de levier financier n'affecte pas la valeur marchande d'une entreprise (Modigliani & Miller, 1958). La théorie de la « non pertinence » de la structure du capital postule qu'il n'existe pas de structure de capital optimale, les coûts de l'endettement disparaissent et ce dernier a donc un effet neutre sur la valeur actionnariale. Par ailleurs, les avantages fiscaux liés à la déductibilité des frais financiers se trouvent amenuisés par l'impôt sur le revenu des personnes physiques (Miller, 1977), ce qui conduit à effet négatif de la dette sur la création de valeur pour les actionnaires. En se basant sur ce cadre théorique et sur la littérature empirique présentée ci-dessus, nous pouvons formuler l'hypothèse suivante : ***Il existe une relation négative entre le financement par endettement et la création de la valeur actionnariale.***

2.4.2 Effet de l'endettement sur la création de valeur partenariale

Dans la littérature financière, les entreprises qui recourent à l'endettement plutôt qu'aux fonds propres en tire un double avantage. Tout d'abord, elles obtiennent un avantage fiscal parce que les intérêts portant sur la dette sont fiscalement déductibles alors que les cash-flows provenant des fonds propres ne le sont pas. De plus, l'endettement permet aux firmes d'imposer une discipline aux dirigeants, elles sont donc obligées de faire des paiements réguliers à leurs créanciers (Damodaran, 2006). L'émission d'emprunts au lieu des fonds propres réduit les coûts d'agence et par conséquent augmente la performance de l'entreprise (Mahrt-Smith, 2005). L'existence d'une structure de capital optimale où l'utilisation de l'endettement est maximisée grâce à la déductibilité des coûts financiers, entraînant un impact positif de la dette sur la valeur de l'entreprise. Selon Modigliani & Miller (1963), les entreprises gagneraient à se financer par le biais de la dette pour profiter des avantages fiscaux et maximiser leur valeur. Pour atteindre une structure de capital optimale, la théorie du compromis ou des arbitrages (Myers, 1984),

prévoit que les entreprises choisissent des niveaux d'endettement afin d'atteindre un équilibre entre les avantages de la fiscalité et les coûts liés aux difficultés financières futures ou à l'inflexibilité financière actuelle. Cette théorie postule l'existence d'un ratio optimal d'endettement qui permet à l'entreprise de maximiser sa valeur partenariale compte tenu des gains et des pertes potentiels liés à sa dette. L'émission de signaux par les dirigeants de l'entreprise à travers les décisions qu'ils prennent concernant par exemple la contraction de la dette sera reçue positivement sur le marché, car elle signifie que l'entreprise est en bonne santé financière et prévoit d'avoir de bons rendements futurs. En contexte d'asymétrie, la théorie du signal (Ross, 1977), suggère un lien positif entre l'endettement d'une société et sa rentabilité. La théorie du Market timing (Wurgler, 2002), stipule que les dirigeants d'entreprises s'appuient sur les conditions du marché pour choisir les sources de financement les plus adéquates. La prise en compte du « timing du marché » modifie temporairement la hiérarchie des sources de financement et amène à privilégier l'émission d'actions lorsque les valeurs boursières sont élevées. En partant de ce cadre théorique et de la littérature empirique existante, nous formulons l'hypothèse suivante : ***Le financement par l'endettement influence positivement la création de la valeur partenariale.***

2.4.3 Effet des capitaux propres sur la création de valeur actionnariale

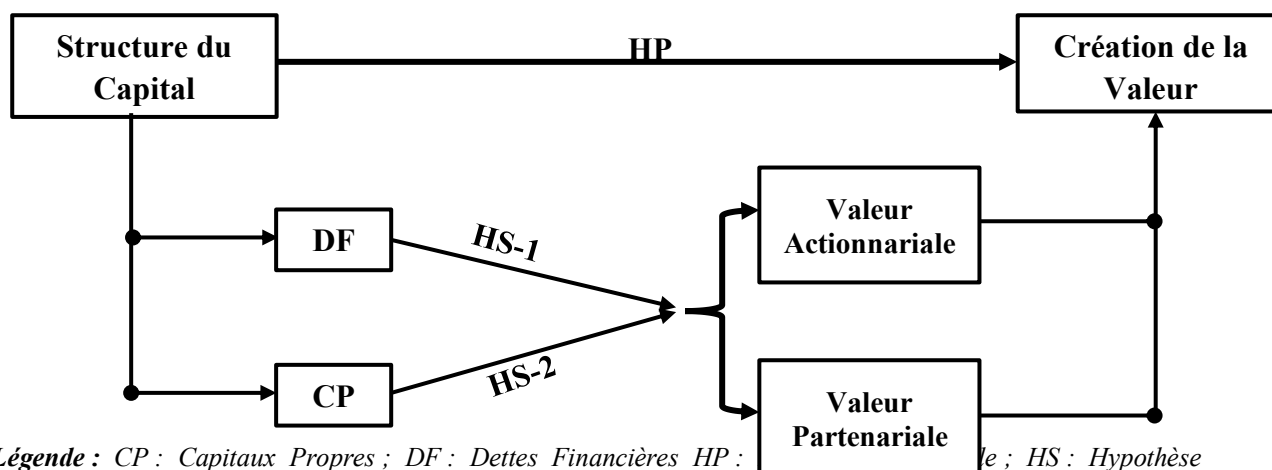
Les entreprises rentables présentent habituellement un faible taux d'endettement (Graham, 2000). La relation entre les taux de rendement et la dette indique une relation positive pour le financement à court terme et les capitaux propres (Mesquita & Lara, 2003). Selon la théorie du financement hiérarchique (Myers & Majluf, 1984), les entreprises privilégient dans un premier temps l'autofinancement (actifs liquides excédentaires ou les bénéfices non distribués), en raison de sa nature peu onéreuse, pour créer de la valeur actionnariale. Ensuite, elles sollicitent le financement externe (dette bancaire, moins coûteuse). Après, elles peuvent contracter un emprunt obligataire. Si toutes ces sources de financement sont insuffisantes, les entreprises peuvent émettre des actions sur le marché des titres. Fort de ce cadre théorique et de la littérature empirique disponible, nous postulons que : ***Le financement par capitaux propres a une influence positive sur la création de valeur actionnariale.***

2.4.4 Effet des capitaux propres sur la création de la valeur partenariale

Selon Modigliani et Miller (1963), les entreprises devraient se financer par le biais de la dette pour profiter des avantages fiscaux et maximiser leur valeur partenariale. En contexte d'asymétrie d'information, la théorie du signal (Ross, 1977), suggère un lien positif entre l'endettement d'une société et sa rentabilité. A contrario, les entreprises qui privilégient le financement par les fonds propres peuvent connaître une faible rentabilité comparée à celle qui se finance par endettement (Hadlock & James, 2002). Sur la base de ces considérations, nous formulons l'hypothèse suivante : ***Il existe une relation négative entre les financements par capitaux propres et la création de la valeur partenariale.***

La figure 2 ci-dessous donne une vue synoptique du modèle théorique de la relation entre la structure du capital et la création de la valeur.

Figure 2 : Modèle théorique de la relation entre la structure du capital et la création de la valeur



Légende : CP : Capitaux Propres ; DF : Dettes Financières HP : Hypothèse Générale ; HS : Hypothèse Spécifique (1 & 2)

Source : Auteur

3. Méthodologie

3.1 Fondements de la recherche

Notre posture épistémologique est post positiviste. Ce courant admet plusieurs modes de collecte des données (Gavard-Perret et al., 2012), et postule que toute observation est imparfaite, faillible, et sujette à des inexactitudes. Les chercheurs doivent faire leur possible pour accéder à la réalité, bien que ce but soit difficile à atteindre (Riccuci, 2010). L'approche méthodologique retenue dans ce cadre est essentiellement quantitative, nous avons formulé des hypothèses et sous-hypothèses qui ont été testées empiriquement.

3.2 Nature des données et constitution de l'échantillon

Les données utilisées dans le cadre de cette recherche proviennent des états financiers des entreprises (bilan et compte de résultat), tirés des Déclarations Statistiques et fiscales (DSF) des entreprises obtenues auprès des services de l'Institut National de la Statistique (INS) du Cameroun. La difficulté à collecter ces données financières auprès des entreprises camerounaises justifie le recours à une source de données secondaire. La base initialement obtenue de l'INS contenait les données des DSF de 1500 entreprises, soit 6000 observations sur la période 2014 à 2017 (dont 4 ans). En vue d'améliorer cette base de données, nous avons réalisé plusieurs opérations suivantes :

- Supprimer les entreprises qui n'avaient pas de données disponibles sur les 04 années ;
- Supprimer les observations inutilisables : entreprises dont le nombre de mois de l'exercice est différent de 12 ;
- Supprimer les observations incohérentes d'un point de vue comptable : différence entre le total de l'actif et le total du passif ; différence entre le fonds de roulement calculé par le haut de bilan et celui calculé par le bas de bilan ; capitaux propres négatifs, dettes négatives, actif immobilisé ou stocks négatifs, dividendes versés négatifs ;
- Supprimer les entreprises ayant un résultat déficitaire consécutif sur trois ou quatre ans.

Au terme des opérations de sélection et de nettoyage, nous avons conservé un échantillon en données de panel cylindré de 777 entreprises, soit 3108 observations.

3.3 Opérationnalisation des concepts et mesure des variables

L'opérationnalisation est une étape très importante du processus de recherche empirique. Pour appréhender la structure du capital, de nombreux auteurs utilisent le ratio des capitaux propres ou fonds propres (RCP) et le ratio des dettes financières (RDF). Pour la mesure de la création

de valeur actionnariale et partenariale, nous avons utilisé deux principales variables : la rentabilité des actifs (ROA) et la Part de valeur Allouée aux Salariés (PAS).

Tableau 2 : Opérationnalisation de la structure du capital et de la création de valeur

Concept	Dimensions	Variables	Auteurs
Structure du capital	Sources Internes	Ratio des Capitaux Propres ou Fonds Propres (RCP)	Şamiloğlu & al. (2014), Panigrahi & al. (2014), Wanda (2001)
	Sources Externes	Ratio des Dettes Financières (RDF)	
Création de Valeur	Valeur Actionnariale	Rentabilité	COB (2001) Temomo Wamba & al. (2019)
	Valeur Partenariale	Part de la valeur Allouées aux Salariés (PAS)	Labadi & Nekhili (2012)

Source : Auteur, à partir d'une revue de la littérature

En plus des variables ci-dessus, nous avons intégré à l'analyse des variables de contrôle. Ces dernières ont pour rôle de prendre en compte les effets qui peuvent avoir une influence sur le phénomène étudié, mais qui n'ont pas été capturés par les variables représentatives, elles permettront d'éviter un biais dans l'évaluation des relations causales du modèle. Dans la littérature financière, les variables de contrôle utilisées pour expliquer la création de la valeur sont diverses. Nous avons retenu pour les fins de cette recherche, la taille, le taux de croissance du chiffre d'affaires et le taux de liquidité (Martinez-Sola & al., 2013). Le tableau ci-dessous présente les variables de l'étude et leur formulation.

Tableau 3 : Définition et mesure des variables

Types de Variables	Indicateurs	Définition	Mesures
Dépendantes ou expliquées	Valeur Actionnariale	ROA Rentabilité des Actifs ou Rentabilité Économique	$\frac{\text{Résultat d'Exploitation}}{\text{CP} + \text{DF} + \text{Pssif courant}}$
		ROCE Rentabilité des capitaux employés	$\frac{\text{Résultat d'Exploitation}(1 - t)}{\text{Capitaux Propres} + \text{Dttes Fin.}}$
		CFROI Taux de rendement de tous les investissements réalisés	$\frac{\text{Free Cash Flows}}{\text{Capitaux Propres} + \text{Dttes Fin.}}$
	Valeur Partenariale	PAS Part de valeur Ajoutée allouée aux Salariés	$\frac{\text{Charges de person. y compris la participation}}{\text{Valeur Ajoutée}}$
Indépendantes ou explicatives	Sources Internes	RCP Ratio des capitaux propres sur les ressources durables	$\frac{\text{CP}}{\text{CP} + \text{DF}}$
	Sources Externes	RDF Ratio des dettes financières sur les ressources durables	$\frac{\text{DF}}{\text{CP} + \text{DF}}$
De contrôle	Taux de Croissance du Chiffre d'affaires	TcrCA Variation du CA par rapport à la période précédente	$\frac{\text{CA}_n - \text{CA}_{n-1}}{\text{CA}_{n-1}}$
	Liquidité	Liq Taux de liquidité pour l'année	$\frac{\text{Actif à moins d'un an}}{\text{Passif à moins d'un an}}$
	Taille de l'entreprise	Tail Taille de la PME	Ln (Actif Total)

Source : Auteur

3.4. Démarche d'analyse et spécification du modèle

Une recherche quantitative fondée sur des hypothèses de recherche, aboutie nécessairement à leur confirmation ou infirmation. Notre processus d'analyse a consisté en un tri des données dans le logiciel Excel. Pour le traitement de ces données, nous avons eu recours au logiciel d'analyse Stata 14. Les variables du corpus ont des échelles de mesure nominale, ordinale et numérique. Nous avons utilisé les tris à plat pour l'analyse descriptive des variables de l'étude. Étant en présence de données de panel, une régression s'est avérée nécessaire ainsi qu'un test de Hausman pour faire le choix entre la régression à effet aléatoire et la régression à effet fixe. La spécification du modèle de recherche a conduit à la formulation de quatre modèles spécifiques compte tenu de nos quatre sous hypothèses spécifiques.

➤ **Le financement par l'endettement influence la création de valeur actionnariale**

Le modèle linéaire s'exprime globalement de la façon suivante :

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 RDF_{it} + \beta_2 Tail_{it} + \beta_3 CroiCA_{it} + \beta_4 Liq_{it} + \varepsilon_{it}$$

Avec : Y_{it} : valeur actionnariale créée par l'entreprise i ($i = 1, 2, \dots, 777$) à la période t ($t = 1, 2, \dots, 4$), mesurée par les indicateurs de rentabilité : la rentabilité des actifs (ROA_{it}), la rentabilité des capitaux employés ($ROCE_{it}$), le taux de rendement de tous les investissements réalisés ($CFROI_{it}$). ε_{it} : terme d'erreur indépendant et identiquement distribué.

➤ **Le financement par endettement a un impact sur la création de valeur partenariale**

Le modèle linéaire s'exprime globalement de la façon suivante :

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 RDF_{it} + \beta_2 Tail_{it} + \beta_3 CroiCA_{it} + \beta_4 Liq_{it} + \varepsilon_{it}$$

Avec : Y_{it} : représente la valeur partenariale créée par l'entreprise i ($i = 1, 2, \dots, 777$) à la période t ($t = 1, 2, \dots, 4$), mesurée par les indicateurs de rentabilité : la rentabilité des actifs (ROA_{it}), la rentabilité des capitaux employés ($ROCE_{it}$), le taux de rendement de tous les investissements réalisés ($CFROI_{it}$). ε_{it} : terme d'erreur indépendant et identiquement distribué.

➤ **Le financement par les capitaux propres influence la création de valeur actionnariale**

Le modèle linéaire s'exprime globalement de la façon suivante :

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 RCP_{it} + \beta_2 Tail_{it} + \beta_3 CroiCA_{it} + \beta_4 Liq_{it} + \varepsilon_{it}$$

Avec : Y_{it} : valeur actionnariale créée par l'entreprise i ($i = 1, 2, \dots, 777$) à la période t ($t = 1, 2, \dots, 4$), mesurée par la part de la valeur ajoutée allouée aux salariés (PAS_{it}). ε_{it} : terme d'erreur indépendant et identiquement distribué.

➤ **Le financement par les capitaux propres a une incidence sur la création de valeur partenariale**

Le modèle linéaire s'exprime globalement de la façon suivante :

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 RCP_{it} + \beta_2 Tail_{it} + \beta_3 CroiCA_{it} + \beta_4 Liq_{it} + \varepsilon_{it}$$

Avec : Y_{it} : valeur partenariale créée par l'entreprise i ($i = 1, 2, \dots, 777$) à la période t ($t = 1, 2, \dots, 4$), mesurée par la part de la valeur ajoutée allouée aux salariés (PAS_{it}). ε_{it} : le terme d'erreur indépendant et identiquement distribué.

4. Présentation des résultats et discussion

4.1 Caractérisation de l'échantillon

Certains critères clefs ont été retenus pour l'analyse des caractéristiques de l'échantillon étudié : secteur et branche d'activité, situation géographique.

❖ Répartition de l'échantillon par secteur et par branche d'activité

Le secteur d'activité regroupe les entreprises qui ont la même activité principale et la branche est constituée des entreprises qui fabriquent les mêmes produits. Notre étude porte sur six branches d'activités réparties dans trois secteurs comme l'indique le tableau ci-après.

Tableau 4 : Répartition de l'échantillon par secteurs et par branches d'activité

Secteurs	Branches	Nombre	Pourcentage		
			Branches/secteurs	Secteurs	
Secteur primaire	Industries	15	100%	1,93%	1,93%
Secteur secondaire	Industries agro-alimentaires	21	14,00%	2,70%	19,31%
	Autres industries	64	42,67%	8,24%	
	Construction	65	43,33%	8,37%	
Secteur tertiaire	Services	362	59,15%	46,59%	78,76%
	Commerce	250	40,85%	32,18%	
TOTAL		777	/	100,00%	

Source : Auteur à partir des données de l'INS (2017)

Le tableau ci-dessus montre une prédominance du secteur tertiaire avec 78,76% de l'échantillon total, dont 46,59 % dans la branche des services et 32,18% dans la branche du commerce. Le secteur secondaire représente 19,31% soit 2,7% dans l'industrie agro-alimentaire, 8,24% dans les autres industries et 8,37% dans la construction. Le secteur primaire est le moins représenté avec 1,93% de l'échantillon dans la branche industrie.

❖ Répartition des entreprises de l'échantillon par région

Tableau 5 : Répartition des entreprises de l'échantillon

Régions	Nombre d'entreprise	Pourcentage (%)
Adamaoua	27	3%
Centre	201	26%
Est	26	3%
Extrême Nord	27	3%
Littoral	268	34%
Nord	40	5%
Nord-Ouest	40	5%
Ouest	67	9%
Sud	27	3%
Sud-Ouest	54	7%

Source : Auteur à partir de la base de l'INS (2017)

À la lecture du tableau, chacune des dix régions que compte le Cameroun est représentée dans l'échantillon final. La majorité des PME retenues sont situées dans le Littoral (34%) et le Centre (26%). Les régions faiblement représentées sont l'Adamaoua, l'Est, l'Extrême Nord, et le Sud.

4.2 Résultats des tests de régressions

Nous avons utilisé la régression de panel compte tenu de la nature des données en présence. Pour chaque régression, nous avons appliqué un test de Hausman afin de discriminer entre une régression à effet fixe ($p < 5\%$) et une régression à effet variable ($p > 5\%$).

4.2.1 Test de l'effet des dettes financière sur la création de la valeur

✓ Impact des dettes financières sur la création de valeur actionnariale (CVA)

Nous avons capturé la création de valeur actionnariale à travers trois indicateurs : ROA, ROI,

CFROI. Les résultats du test de l'hypothèse spécifique selon laquelle les dettes financières (RDF) ont une influence négative sur la création de la valeur actionnariale sont contenus dans les trois tableaux ci-après :

Tableau 6 : Incidence du RDF sur la CVA captée par la ROA

: xtreg ROA RDF TauxcroiCA Taille Liquid, fe						
Fixed-effects (within) regression			Number of obs	=	2960	
Group variable: i			Number of groups	=	772	
R-sq:	within	= 0.0329	Obs per group:	min	=	1
	between	= 0.0085		avg	=	3.8
	overall	= 0.0053		max	=	4
corr(u_i, Xb) = -0.7990			F(4, 2184)	=	18.56	
			Prob > F	=	0.0000	
ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
RDF	.0045382	.0165919	0.27	0.784	-.0279992	.0370757
TauxcroiCA	.0032815	.0028242	1.16	0.245	-.0022569	.0088199
Taille	1.558233	.1814678	8.59	0.000	1.202365	1.914101
Liquid	7.69e-06	.0016554	0.00	0.996	-.0032387	.0032541
_cons	-29.30993	3.406091	-8.61	0.000	-35.98945	-22.63041
sigma_u	4.4448797					
sigma_e	4.9261005					
rho	.44878283	(fraction of variance due to u_i)				
F test that all u_i=0:			F(771, 2184) =	1.13	Prob > F = 0.0158	

Source : Résultats de l'étude

Il se dégage du tableau ci-dessus que le RDF a une influence positive, mais pas significativement sur la CVA captée par la variable ROA ($p = 0,784$). Seuls la taille présente un effet positif et très significatif au seuil de 5%, de même que la constante. Nous pouvons donc conclure que les dettes financières, en présence des variables de contrôle, n'ont aucun effet significatif sur la création de valeur actionnariale mesurée par la ROA.

Tableau 7 : Incidence du RDF sur la CVA captée par la ROCE

: xtreg ROCE RDF TauxcroiCA Taille Liquid, re sa						
Random-effects GLS regression			Number of obs	=	2960	
Group variable: i			Number of groups	=	772	
R-sq:	within	= 0.0113	Obs per group:	min	=	1
	between	= 0.0110		avg	=	3.8
	overall	= 0.0115		max	=	4
corr(u_i, X) = 0 (assumed)			Wald chi2(4)	=	34.38	
			Prob > chi2	=	0.0000	
ROCE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
RDF	-.0686775	.0211424	-3.25	0.001	-.1101159	-.0272391
TauxcroiCA	.0169859	.0035509	4.78	0.000	.0100263	.0239455
Taille	.0557312	.0525171	1.06	0.289	-.0472004	.1586628
Liquid	.0001211	.0011545	0.10	0.916	-.0021417	.0023839
_cons	-1.144221	.994874	-1.15	0.250	-3.094138	.8056966
sigma_u	0					
sigma_e	7.245347					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

Source : Résultats de l'étude

À l'analyse du tableau, le RDF influence négativement et significativement la CVA. Toute augmentation des dettes financières entraîne une baisse de la ROCE de 6,8667%. Sous l'effet des variables de contrôle notamment le taux de croissance du CA dont l'effet est avéré, le

financement par dette influence négativement et significativement la création de valeur actionnariale captée par le ROCE à un seuil de signification inférieur à 5%.

Tableau 8 : Incidence du RDF sur la CVA captée par le CFROI

. xtreg CFROI RDF TauxeroiCA Taille Liquid, re sa						
Random-effects GLS regression			Number of obs =		2960	
Group variable: i			Number of groups =		772	
R-sq: within = 0.0020			Obs per group: min =		1	
between = 0.0019			avg =		3.8	
overall = 0.0021			max =		4	
corr(u_i, X) = 0 (assumed)			Wald chi2(4) =		6.14	
			Prob > chi2 =		0.1886	
CFROI	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
RDF	.0555549	.0465792	1.19	0.233	-.0357386	.1468483
TauxeroiCA	-.0167637	.007823	-2.14	0.032	-.0320965	-.0014309
Taille	-.0449067	.1157011	-0.39	0.698	-.2716767	.1818633
Liquid	-.0002617	.0025435	-0.10	0.918	-.0052469	.0047236
_cons	1.136671	2.19182	0.52	0.604	-3.159217	5.43256
sigma_u	0					
sigma_e	15.961697					
rho	0				(fraction of variance due to u_i)	

Source : Résultats de l'étude

L'analyse du tableau ci-dessus indique que le RDF a une influence non significative sur la CVA captée par la variable CFROI (0,233 > 0,05). Cependant, on observe une influence positive et significative du taux de croissance du CA sur la CVA au seuil de 5%, ce qui n'est pas le cas des autres variables de contrôle dont l'effet est non significatif. En conclusion, le financement par endettement (RDF) ne révèle aucun effet détectable sur la CVA captée par le CFROI.

✓ Effet des dettes financières sur la création de valeur partenariale (CVP)

Les résultats du test de l'effet de l'endettement sur la CVP captée par la variable PAS (part de la valeur allouée aux salariés) sont consignés dans le tableau ci-après. Il en ressort que la variable de contrôle de liquidité a un effet non significatif au seuil de 5% (0,133 > 0,05) de même que le taux de croissance du CA. En présence des autres variables de contrôle, l'endettement (RDF) présente un coefficient bêta positif donc exerce une influence significative sur la CVP captée par l'indicateur PAS. Ce qui nous permet de conclure que les dettes financières ont un effet positif et significatif sur la création de valeur partenariale.

Tableau 9 : Incidence du RDF sur la CVP captée par la PAS

. xtreg PAS RDF TauxeroiCA Taille Liquid, re sa						
Random-effects GLS regression			Number of obs		=	2828
Group variable: i			Number of groups		=	757
R-sq: within = 0.0558			Obs per group: min		=	1
between = 0.7559			avg		=	3.7
overall = 0.7225			max		=	4
Wald chi2(4)					=	1701.43
Prob > chi2					=	0.0000
corr(u_i, X) = 0 (assumed)						
PAS	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
RDF	.0036141	.0017875	2.02	0.043	.0001107	.0071174
TauxeroiCA	.0006653	.0003445	1.93	0.053	-.01e=06	.0013406
Taille	.5668125	.0137603	41.19	0.000	.5398428	.5937823
Liquid	-.0002247	.0001497	-1.50	0.133	-.0005181	.0000687
_cons	6.014422	.2615388	23.00	0.000	5.501816	6.527029
sigma_u	1.0748858					
sigma_e	.49274727					
rho	.82634568 (fraction of variance due to u_i)					

Source : Résultats de l'étude

4.2.2 Test de l'influence des capitaux propres sur la création de valeur

✓ Influence des capitaux propres sur la création de valeur actionnariale

Nous avons mesuré la création de valeur actionnariale à l'aide de trois indicateurs de rentabilité : ROA, ROCE et CFROI. La vérification de l'hypothèse spécifique selon laquelle les capitaux propres (RCP) influencent positivement la création de la valeur actionnariale a donné lieu à trois tests de régression. Trois variables de contrôle ont été associées aux tests tels que soulignés précédemment. Les résultats desdits tests sont donnés dans les tableaux ci-après.

Tableau 10 : Influence du RCP sur la CVA captée par la ROA

. xtreg ROA RCP TauxeroiCA Taille Liquid, fe						
Fixed-effects (within) regression			Number of obs	=	2960	
Group variable: i			Number of groups	=	772	
R-sq: within	=	0.0329	Obs per group: min	=	1	
between	=	0.0085	avg	=	3.8	
overall	=	0.0053	max	=	4	
corr(u_i, Xb) = -0.7990			F(4, 2184)	=	18.56	
			Prob > F	=	0.0000	
ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
RCP	-.0045382	.0165919	-0.27	0.784	-.0370757	.0279992
TauxeroiCA	.0032815	.0028242	1.16	0.245	-.0022569	.0088199
Taille	1.558233	.1814678	8.59	0.000	1.202365	1.914101
Liquid	7.69e=06	.0016554	0.00	0.996	-.0032387	.0032541
_cons	-29.30539	3.405603	-8.61	0.000	-35.98395	-22.62683
sigma_u	4.4448797					
sigma_e	4.9261005					
rho	.44878283	(fraction of variance due to u_i)				
F test that all u_i=0:			F(771, 2184) =	1.13	Prob > F = 0.0158	

Source : Résultats de l'étude

Le tableau ci-dessus montre que les capitaux propres ont une influence négative sur la CVA captée par la ROA. De plus, la constante affiche une valeur négative, ce qui signifie que la pente est décroissante. Les autres variables ont une influence positive, mais seule la taille a une valeur significative. Au vu de ces résultats, nous pouvons conclure qu'en présence des variables de contrôle, les capitaux propres (RCP) ont une influence négative, mais non significative sur la CVA captée par la ROA.

Les résultats du test de l'incidence du RCP et la ROCE sont donnés dans le tableau 11 ci-après.

Tableau 11 : Incidence du RCP sur la CVA captée par la ROCE

: xtreg ROCE RCP TauxcroiCA Taille Liquid, re sa						
Random-effects GLS regression			Number of obs	=	2960	
Group variable: i			Number of groups	=	772	
R-sq: within = 0.0113			Obs per group: min =		1	
between = 0.0110			avg =		3.8	
overall = 0.0115			max =		4	
Wald chi2(4)			=	34.38		
Prob > chi2			=	0.0000		
Coff(u_i, X)			=	0 (assumed)		
ROCE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	{95% Conf. Interval}	
RCP	.0686775	.0211424	3.25	0.001	.0272391	.1101159
TauxcroiCA	.0169859	.0035509	4.78	0.000	.0100263	.0239455
Taille	.0557312	.0525171	1.06	0.289	-.0472004	.1586628
Liquid	.0001211	.0011545	0.10	0.916	-.0021417	.0023839
_cons	-1.212898	.9950275	-1.22	0.223	-3.163116	.73732
sigma_u	0					
sigma_e	7.245347					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

Source : Résultats de l'étude

À la lumière du tableau, le coefficient bêta du RCP et l'indicateur du taux de croissance montrent une influence positive et significative sur la ROCE. Les autres indicateurs sont non significatifs. Nous pouvons en conclure compte tenu de l'effet du taux de croissance que les capitaux propres (RCP) influencent positivement et significativement la CVA captée par la ROCE au seuil de 5%.

Les résultats obtenus à partir du troisième indicateur de création de valeur (CFROI) sont donnés dans le tableau ci-après.

Tous les indicateurs de mesure excepté le taux de croissance du CA présentent des coefficients beta négatifs et non significatifs. Nous pouvons en conclure qu'en présence de cette variable de contrôle, le RCP n'a aucune influence sur la CVA (beta = - 0,055) au seuil de 5% (0,233 > 0,05).

Après ces trois tests de régression, nous pouvons retenir que seul l'indicateur ROCE donne des résultats intéressants. En effet, en présence de certaines variables de contrôle, les capitaux propres (RCP) ont une influence positive et significative sur la CVA captée par l'indicateur ROCE. Dans la suite, nous allons évaluer l'incidence des capitaux propres sur la création de la valeur partenariale.

Tableau 12 : Incidence du RCP sur la CVA captée par le CFROI

: xtreg CFROI RCP TauxcroiCA Taille Liquid, re sa						
Random-effects GLS regression			Number of obs		= 2960	
Group variable: i			Number of groups		= 772	
R-sq: within			= 0.0020		Obs per group: min	
between			= 0.0019		avg	
overall			= 0.0021		max	
			Wald chi2(4)		= 6.14	
corr(u_i, X) = 0 (assumed)			Prob > chi2		= 0.1886	
CFROI	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
RCP	-.0555549	.0465792	-1.19	0.233	-.1468483	.0357386
TauxcroiCA	-.0167637	.007823	-2.14	0.032	-.0320965	-.0014309
Taille	-.0449067	.1157011	-0.39	0.698	-.2716767	.1818633
Liquid	-.0002617	.0025435	-0.10	0.918	-.0052469	.0047236
_cons	1.192226	2.192158	0.54	0.587	-3.104325	5.488777
sigma_u	0					
sigma_e	15.961697					
rho	0					(fraction of variance due to u_i)

Source : Résultats de l'étude

✓ Incidence des capitaux propres sur la création de valeur partenariale (CVP)

Pour tester l'hypothèse spécifique selon laquelle les capitaux propres influencent la création de la valeur partenariale, nous avons rapproché l'indicateur des capitaux propres (RCP) à celui de la valeur partenariale (PAS) en intégrant les variables de contrôle que sont la taille de l'entreprise, sa liquidité et le taux de croissance du chiffre d'affaires. Les résultats du test sont donnés dans le tableau ci-dessous.

Tableau 13 : Incidence du RCP sur la CVP captée par la PAS

: xtreg PAS RCP TauxcroiCA Taille Liquid, re sa						
Random-effects GLS regression			Number of obs		= 2828	
Group variable: i			Number of groups		= 757	
R-sq: within			= 0.0558		Obs per group: min	
between			= 0.7559		avg	
overall			= 0.7225		max	
			Wald chi2(4)		= 1701.43	
corr(u_i, X) = 0 (assumed)			Prob > chi2		= 0.0000	
PAS	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
RCP	-.0036141	.0017875	-2.02	0.043	-.0071174	-.0001107
TauxcroiCA	.0006653	.0003445	1.93	0.053	-.00013406	.0013406
Taille	.5668125	.0137603	41.19	0.000	.5398428	.5937823
Liquid	-.0002247	.0001497	-1.50	0.133	-.0005181	.0000687
_cons	6.018037	.2615075	23.01	0.000	5.505491	6.530582
sigma_u	1.0748858					
sigma_e	.49274727					
rho	.82634568					(fraction of variance due to u_i)

Source : Résultats de l'étude

L'analyse du tableau permet de constater que l'indicateur de mesure des capitaux propres (RCP) a un coefficient bêta négatif ainsi que la variable de contrôle liquidité. Seuls le RCP et la taille de l'entreprise présentent des coefficients significatifs au seuil de 5%. Nous pouvons donc conclure qu'en présence de cette variable de contrôle, le RCP a une influence négative et significative sur le CVP captée par la PAS.

Tableau 14 : Synthèse des résultats

Éléments	Valeur Actionnariale captée par la ROCE	Valeur Partenariale Captée par la PAS
Dettes financières (RDF)	Négative et Significative	Positive et Significative
Capitaux propres (RCP)	Positive et Significative	Négative et Significative

Source : Auteur

Nos résultats confirment d'une part que les dettes financières ont un impact négatif, positif et significatif respectivement sur la création de valeur actionnariale (ROCE) et partenariale (PAS) et d'autre part que les capitaux propres influencent positivement, négativement et significativement la création de valeur actionnariale (ROCE) et partenariale (PAS).

4.3 Discussion

Les résultats obtenus ci-dessus permettent de conclure qu'en présence de certaines variables de contrôle, le financement par endettement (RDF) à un effet négatif et significatif sur la CVA mesurée par l'indicateur ROCE. Ce résultat corrobore certains travaux dans la littérature empirique qui indiquent une relation négative et significative entre le financement par endettement et la création de valeur actionnariale (Fama & French, 1998 ; Booth & al., 2001 ; Desai et Dharmapala, 2009 ; Dementale, 2024). Il s'arrime également avec la théorie de la « non pertinence » de la structure du capital. Les avantages fiscaux liés à la déductibilité des frais financiers se trouvant amenuisés par l'impôt sur le revenu des personnes physiques, cela explique l'effet négatif de la dette sur la création de valeur pour les actionnaires (Miller, 1977). En effet, l'endettement entraîne le paiement des intérêts aux prêteurs, ce qui affecte directement le bénéfice et par ricochet le dividende. Le recours à cette source de financement doit donc faire l'objet d'une étude minutieuse pour opérer un choix optimal de la structure du capital qui pourrait améliorer la rentabilité de l'entreprise.

Plusieurs auteurs ont établi une relation positive entre le niveau de satisfaction des parties prenantes et le financement par endettement (Damodaran, 2006 ; Berman & al., 1999 ; Bughin, 2004 ; Mahrt-Smith, 2005). En particulier, Labadi & Nekhili (2012) ont conclu que le financement par endettement a un effet positif sur la part de la valeur allouée aux salariés (PAS). Feng et al. (2020), ont également confirmé l'existence d'une association positive et significative entre le financement par endettement et la valeur partenariale. Pour Modigliani & Miller (1963), les entreprises gagneraient à se financer par le biais de la dette pour profiter des avantages fiscaux et maximiser leur valeur. L'objectif étant de trouver un équilibre entre les intérêts des apporteurs du capital financier et les aspirations des salariés. La théorie de l'agence suggère également un endettement pour discipliner les dirigeants ou salariés de l'entreprise. Nos résultats vont dans le même sens que ces travaux, puisqu'ils confirment l'existence d'une relation positive et significative entre le financement par endettement et la valeur partenariale, plus précisément celle allouée aux salariés.

Il ressort également de nos analyses que le recours aux sources de financement interne impacte positivement et significativement la création de valeur actionnariale mesurée avec l'indicateur ROCE. Cet effet positif et significatif confirme plusieurs travaux empiriques : Graham (2000), a conclu que les entreprises rentables préfèrent se financer par les capitaux propres ; Mesquita & Lara (2003) ont trouvé une corrélation positive entre les capitaux propres et la valeur actionnariale ; Temomo Wamba & al., 2019 ont établi une relation significative entre les

indicateurs de rentabilité et la création de la valeur actionnariale. Nous avons en outre établi que le financement par les capitaux propres (RCP), influence négativement et significativement la CVP captée par la PAS. Un tel résultat laisse présumer que le recours aux ressources internes influence négativement la valeur partenariale, les entreprises devraient davantage se financer par endettement comme le préconisent Modigliani & Miller (1963), Hadlock & James (2002).

5. Conclusion

L'analyse de la relation entre la structure du capital et la création de valeur souligne l'importance cruciale d'appréhender les mécanismes qui sous-tendent cette relation qui a certes été étudiée de longue date, mais demeure préoccupante en raison du manque de consensus entre les chercheurs. En se basant sur des théories éprouvées (la théorie de Modigliani et Miller, la théorie du compromis, la théorie de l'ordre hiérarchique du financement, la théorie du signal, la théorie de l'agence), et une abondante littérature empirique, cet article étudie l'effet de l'endettement et des capitaux propres sur la création de valeur actionnariale et partenariale au sein des entreprises camerounaises. La posture épistémologique de l'étude est post positiviste et l'approche méthodologique est essentiellement quantitative. Les données analysées sont issues d'une base d'informations bilancielle et financière de l'INS comptant 1500 entreprises sur une période de 4 ans (2014 à 2017). L'application de critères objectifs de tri a permis d'extraire des données de panels valides et exploitables et de constituer un échantillon de 777 entreprises soit 3108 observations. Nous avons ensuite formulé des hypothèses et sous des hypothèses qui ont été soumises aux tests de régression de données de panels. Il découle de l'étude de quatre relations pertinentes, mais asymétriques entre les indicateurs de la structure du capital et de la création de valeur : (1) les dettes financières influencent négativement et significativement la création de valeur actionnariale captée par l'indicateur ROCE ; (2) les dettes financières influencent positivement et significativement la création de valeur partenariale captée par la PAS ; (3) les capitaux propres ont un effet positif et significatif sur la création de valeur actionnariale captée par la ROCE ; (4) les capitaux propres ont un impact négatif et significatif sur la création de valeur partenariale captée par la PAS. Les résultats ci-dessus confortent certains travaux empiriques quoique la littérature visitée n'a pas une position tranchée sur la problématique étudiée. Il convient de suggérer aux entreprises camerounaises de combiner le financement par endettement et par capitaux propres pour créer de la valeur partenariale et actionnariale. C'est-à-dire, de rechercher une proportion de dettes et de capitaux propres qui soit optimale. Selon Myers (1984), cette combinaison optimale est un compromis entre les économies fiscales générées par la déductibilité des charges financières et des coûts de détresse financière générés par l'augmentation du risque que prend l'entreprise en s'endettant davantage. Les entreprises camerounaises doivent donc s'endetter à un niveau raisonnable pour ne pas compromettre leur équilibre et faire face à une situation de faillite. La combinaison optimale des sources de financement étant difficile à obtenir, ces entreprises, indifféremment de leur taille et de la croissance de leur chiffre d'affaires, peuvent également utiliser le financement par fonds propres en raison de son impact positif sur la création de valeur actionnariale. Lorsque l'autofinancement devient insuffisant, ces entreprises pourront recourir au financement externe, notamment le crédit bancaire ou l'emprunt obligataire qui influence positivement la création de valeur partenariale est avéré. Le choix d'une structure de financement étant évolutif et contraignant, l'impact sur la valeur créée peut-être positif ou négatif. Une perspective serait de tenir compte du caractère alternatif du financement avant de tester le lien sur données de panels avec la création de valeur.

Références

- (1). AAMOUM, H., & NAKRI, S. (2023). La création de valeur actionnariale et la performance des entreprises cotées : Quels croisements des paradigmes théoriques ? », *African Scientific Journal*, Volume 03, Numéro 19, pp : 539-557. <https://doi.org/10.5281/zenodo.8325269>.
- (2). AKERLOF, G. (1970). The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3 (Aug., 1970), pp. 488-500. <https://doi.org/10.2307/1879431>
- (3). ALBOUY, M. (2006). Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur. *Revue française de gestion*, (1), n° 160, p.139-157. <https://shs.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2006-1-page-139?lang=fr>
- (4). BAD (2024). Rapport pays 2024, Cameroun. Impulser la transformation du Cameroun par la réforme de l'architecture financière.
- (5). BAKER, M., & WURGLER, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57, 1-32. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>
- (6). BAUM, C. F., SCHÄFER, D., & TALAVERA, O. (2007). The Effects of Short-Term Liabilities on Profitability: The Case of Germany. Discussion Papers of DIW Berlin 635, DIW Berlin, German Institute for Economic Research. <https://www.researchgate.net/publication/5178169>
- (7). BERK, J., DEMARZO, P., CAPELLE-BLANCARD, G., COUDERC, N., & NALPAS, N. (2011). *Finance d'entreprise*. Pearson education.
- (8). BERMAN, S., WICKS, A., KOTHA, S., & JONES, T. (1999) Does Stakeholder Orientation Matter? The Relationship between Stakeholder Management Models and Firm Financial Performance. *Academy of Management Journal*, 42, 488-506. <http://dx.doi.org/10.2307/256972>
- (9). BOOTH, L., AIVAZIAN, V., DEMIRGUC-KUNT, A., & MAKSIMOVIC, V. (2001). Capital Structures in Developing Countries. *The Journal of Finance*, 56, 87-130. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00320>
- (10). BOURGUIGNON, A. (1998). Management accounting and value creation: value yes but what value? Working Paper, ESSEC, November 1998.
- (11). BOURGUIGNON, A. (2005). Management accounting and value creation: The Profit and Loss of Reification. *Critical perspectives on accounting*, 16, p. 353-389. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2003.03.001>
- (12). BRECHET, J.-P., & DESRUMEAUX, A. (2001). Le thème de la valeur en Sciences de Gestion : représentations et paradoxes. *Revue Sciences de Gestion*, 28, p. 217-245.
- (13). BRIGHAM, E. F. & EHRHARDT M. C. (2008). *Financial Management: Theory and Practice*,
- (14). Twelfth Edition, Thomson Learning. https://www.academia.edu/120029008/Financial_Management_Theory_and_Practice
- (15). BUGHIN, C. (2004). La gouvernance par la valeur partenariale est-elle performante ? *La Revue des Sciences de Gestion : Revue des Sciences de Gestion*, Direction et Gestion, 39, 210, p. 89-104. <http://dx.doi.org/10.1051/larsg:2004041>
- (16). CABY, J., & HIRIGOYEN, G. (2001), *La création de valeur de l'entreprise*, 2^e édition, Economica, Paris.
- (17). CAPPELLETTI, L., & KHOUATRA, D. (2002). La mesure de la création de valeur organisationnelle : le cas d'une entreprise du secteur de la gestion de patrimoine. *Technologie et management de l'information : enjeux et impacts dans la comptabilité, le contrôle et l'audit*, May 2002, France. pp. CD-Rom. fffhalshs-00584448.
- (18). CHARREAUX, G. (2007). La valeur partenariale : vers une mesure opérationnelle...

- Dans *Varia, Comptabilité Contrôle Audit*, 2007/1, p. 7 à 45.
<https://shs.cairn.info/revue-comptabilite-contrrole-audit-2007-1-page-7?lang=fr>
- (19). CHARREAUX, G., & DESBRIERE, P. (1998). Gouvernance des entreprises : Valeur partenariale contre-valeur actionnariale. Working papers CREGO 0970801, Université de Bourgogne. <https://www.researchgate.net/publication/4797191>
 - (20). COB, (2001). Recommandation N° 2001-01 relative à la communication des émetteurs sur la création de valeur actionnariale. Bulletin COB 356. Paris.
 - (21). DAMODARAN, A. (2006). *Finance d'Entreprise : Théorie et Pratique*. Traduction de la 2e Édition américaine sous la Direction de Gérard Hirigoyen, Édition De Boeck Université, Bruxelles.
 - (22). DEMENTALE MOUSSA, J.C. (2024). Les mécanismes de gouvernance et création de la valeur partenariale : Rôle de l'optimisation fiscale : une revue conceptuelle et proposition d'un modèle de recherche. *International journal of accounting, finance, auditing, management and economics*, 5(12), 238-253. <https://doi.org/10.5281/zenodo.14285812>
 - (23). DESAI, M.A., et DHARMAPALA, D. (2009). Evitement fiscal des entreprises et valeur de l'entreprise. *Revue d'économie et de statistiques*, 91(3), 537-546.
 - (24). FAHAD, A., MUJIB UR, R., HAFIZ MUDASSIR, R., MUHAMMAD, I., DUNAY, A., & MD BILLAL, H. (2024). Corporate capital structure effects on corporate performance pursuing a strategy of innovation in manufacturing companies, *heliyon*.2024.e24677. <https://doi.org/10.1016/j>
 - (25). FAMA, E. F., & FRENCH, K. R. (1998). Taxes, financing decisions, and firm value. *Journal of Finance*, Vol. 53, pp. 819-843.
 - (26). FENG, Y., HASSAN, A. & ELAMER, A. A. (2020). Corporate governance, ownership structure and capital structure: evidence from Chinese real estate listed companies. *International journal of accounting and information management*, 28(4), 759-783.
 - (27). FIOL, M. (1991). La convergence de buts dans l'entreprise. Thèse de doctorat, Université Paris IX, Dauphine.
 - (28). FREEMAN, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman, Boston.
 - (29). GAVARD-PERRET, M. L., GOTTELAND, D., HAON, C., & JOLIBERT, A. (2012). *Méthodologie de la recherche en sciences de gestion*. Pearson France, 2è édition. <https://www.researchgate.net/publication/269398478>.
 - (30). GODDARD, J., TAVAKOLI, M., & WILSON, J. (2005). Determinants of profitability in European manufacturing and services: Evidence from a dynamic panel data. *Applied Financial Economics*, Vol. 15, pp. 1269-1282. <https://doi.org/10.1080/09603100500387139>
 - (31). GOFFIN, R. (2012). *Principes de Finance Moderne*, 6è édition, Economica.
 - (32). GRAHAM, J. R. (2000). How big are the tax benefits of debt? *Journal of Finance*, Vol. 55, pp. 1901-1941. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00277>
 - (33). GROUPE DE LA BANQUE MONDIALE (2024), Rapport de synthèse annuelle.
 - (34). HADLOCK, C. J., & JAMES, C. M. (2002). Do banks provide financial slack? *Journal of Finance*, Vol. 57, pp.1383-1419. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00464>
 - (35). HAMADI, A. (2020). Le rôle de l'analyse financière dans la rentabilité et la performance d'une compagnie d'assurance. Cas de la Société Nationale d'Assurance. Mémoire de fin de cycle, Université Mouloud Mammeri.
 - (36). HUONG THI THANH CO, TRANG THI MAI UONG, CONG VAN NGUYEN. (2021). The Impact of Capital Structure on Firm's Profitability: A Case Study of the Rubber Industry in Vietnam. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, Vol 8, No 7, 20469-0476. <https://www.researchgate.net/publication/356454960>

- (37). HUONG, H., D. (2023). Effect of capital structure on the profitability of plastic and packaging companies listed in Vietnam. *International journal of professional business review*, 8(1), 1-13
- (38). INTRISANO, C., MICHELI, A. P., & CALCE, A. M. (2019). Capital structure and performance: evidence from European listed companies. *Journal of Business, Economics and Finance* (JBEF), V.8(4), p. 259-267. <http://doi.org/10.17261/Pressacademia.2019.1171>
- (39). INS, (2024). Les comptes nationaux trimestriels, 4^{ème} trimestre 2024, Cameroun.
- (40). JENSEN, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, Vol. 76, No 2, pp. 323-329. <http://papers.ssrn.com/abstract=99580>
- (41). JENSEN, M. C., & MECKLING, W. H. (1976), Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- (42). KEBEWAR, M. (2012). La structure du capital et la profitabilité : Une étude empirique sur données de panel françaises. Document de recherche 2012-08. [ffhalshs-00826530](https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00826530).
- (43). KEBEWAR, M. (2013). La structure du capital et la profitabilité : le cas des entreprises industrielles françaises. <https://hdl.handle.net/10419/73188>
- (44). KHARABSHEH, B., AL-GHARAIBEH, M., & ZURIGAT, Z. (2017). Capital Structure and Firm Performance: Dynamic Framework. *International Journal of Economic Research*, Vol. 14, N°16, p: 473-487. <https://www.researchgate.net/publication/326834230>
- (45). KOUMETIO KENFACK, M., NDOUME ESSINGONE, H., & FEUDJO, J. R. (2024). La structure financière de l'entreprise : un « puzzle » à l'image encore imparfaite ! *Revue des Sciences de Gestion*, 2-3, N° 328-329, P. 99-111. <https://doi.org/10.3917/rsg.328.0099>
- (46). LABADI, M., & NEKHILI, M. (2012). Structure de propriété et partage de la valeur ajoutée : application aux entreprises françaises non financières du SBF120. *Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*, Vol. 12, n.p. (hal-00957854)
- (47). LORINO, P. (2003). *Méthodes et pratiques de la performance*, les éditions d'organisations, Paris, 3^{ème} édition.
- (48). MAHRT-SMITH, J. (2005). The Interaction of Capital Structure and Ownership Structure. *The Journal of Business*, 78 (3), 787-816. <https://doi.org/10.1086/429644>
- (49). HOUNNOU, M., A., WADE, M., E., B., & AGOSSOU, P., A. (2024). Innovation managériale et création de valeur dans les petites et moyennes entreprises (PME): Rôle de la formation universitaire. *Les annales de Sciences de Gestion de l'UAC*, Vol.5 (No. Special), pp. 166-184. [Hal - 05104236](https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-05104236)
- (50). MARGARITIS, D., & PSILLAKI, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 34, N° 3, Pp: 621-632. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.08.023>
- (51). MARSHAL, A. (1980). Principes d'économie politique, trad. fr., 1906 : livres I, II et III. <http://tristanboyer.free.fr/public/docfreeaccess/Marshall.pdf>
- (52). MARTINET, A., & REYNAUD, E. (2001). Shareholders, stakeholders et stratégie. *Revue Française de Gestion*, Novembre-Décembre, pp. 12-25. <https://shs.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2015-8-page-297?lang=fr>
- (53). MARTÍNEZ-SOLA, C., GARCÍA-TERUEL, P. J., & MARTÍNEZ-SOLANO, P. (2013). Corporate cash holding and firm value. *Applied Economics*, 45(2), 161-170. <https://www.researchgate.net/publication/43083973>
- (54). MASHAVAVE, F., & TSAURAI, K. (2015). Capital structure and profitability. A case of JSE listed companies. *Risk governance & control: financial markets & institutions*,

- 5(1), 81-93. <https://doi.org/10.22495/rgcv5i1art8>
- (55). MESQUITA, J. M. C. & LARA, J. E. (2003). Capital structure and profitability: the Brazilian case. *Academy of Business and Administration Sciences Conference*, Vancouver, July 11-13.
- (56). MILLER M. H. (1977). Debt and taxes. *The Journal of Finance*, 32 (May 1977), 261-275.
- (57). MODIGLIANI, F., & MILLER, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review* (48), pp. 261-297.
- (58). MODIGLIANI, F., & MILLER M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review* (53), pp. 433-443.
- (59). MYERS, S. C., & MAJLUF, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 12, pp. 187-221.
- (60). MYERS, S. C. (1984). The capital structure puzzle ». *Journal of Finance* 34, pp. 575-592.
- (61). NEVES, M.E., SERRASQUEIRO, Z., DIAS, A. & HERMANO, C. (2020). Capital structure decisions in a period of economic intervention: Empirical evidence of Portuguese companies with panel data. *International journal of accounting and information management*, 28(3), 465-495.
- (62). NGOBO P. V., & CAPIEZ, A. (2004). Structure du capital et performance de l'entreprise : le rôle modérateur des différences culturelles. Congrès de l'Association Internationale de Management Stratégique (AIMS), Le Havre.
- (63). NGUYEN, T. H., & NGUYEN, H. A. (2020). Capital structure and firm performance of non-financial listed companies: Cross-sector empirical evidences from Vietnam. *Accounting* 6, 137-150.
- (64). NGUYEN, SOA LA, CUONG DUC PHAM, TU VAN TRUONG, TRONG VAN PHI, LINH THUY LE, & TRANG THU THI VU. (2023). Relationship between Capital Structure and Firm Profitability: Evidence from Vietnamese Listed Companies. *International Journal of Financial Studies* 11: 45. <https://doi.org/10.3390/ijfs11010045>
- (65). NUNES, P. J. M., SERRASQUEIRO, Z. M., & SEQUEIRA, T. N. (2009). Profitability in Portuguese Service Industries: A Panel Data Approach. *The Service Industries Journal*, 29, 693-707. <https://doi.org/10.1080/02642060902720188>
- (66). OCDE, (2024). Perspectives économiques, Décembre 2024.
- (67). OHADA, (2018). Acte Uniforme relatif au Droit Comptable et à l'Information Financière & Système comptable OHADA.
- (68). OUADI, B. (2021). Quel est l'impact de l'endettement sur la profitabilité des entreprises belges ? Mémoire de Master en Sciences Economiques et de Gestion, Université de Namur.
- (69). PANIGRAHI, S. K., ZAINUDDIN, Y., & AZIZAN, A. (2014). Comparing traditional and economic performance measures for creating shareholder's value: A perspective from Malaysia. *International journal of academic research in accounting, finance and management sciences*, 4(4), 280-289. <http://dx.doi.org/10.6007/IJARAFMS/v4-i4/1345>
- (70). PORTER, M. (1980). *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance; and Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. Free Press, New York.
- (71). POUQUE, Y. A., & BERNASCONI, M. (2013). Capital-investissement et financement des PME au Cameroun : enjeux et perspectives ». *La Revue des Sciences de Gestion*, (1), 69-75. <https://shs.cairn.info/revue-des-sciences-de-gestion-2013-1-page-69?lang=fr>
- (72). QUIRY, P., VERNIMMEN, P., & LE FUR, Y. (2009). *Finance d'entreprise 2009*. NC.

- Dalloz, Paris, Dalloz Gestion. {hal-00494903}
- (73). RAO, N. V., AL-YAHYAEE, K. H. M., & SYED, L. A. M. (2007). Capital structure and financial performance: evidence from Oman. *Indian Journal of Economics and Business*, Vol.7, pp.1-14.
 - (74). REZARTA SHKURTI PERRI & SHPRESA CELA (2022). The Impact of the Capital Structure on the Performance of Companies-Evidence from Albania. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 10(1), 10 - 16. DOI: 10.13189/ujaf.2022.100102
 - (75). RICCUCCIN, N. M. (2010). Envisioning Pubic Administration as a Scholarly Field in 2020: Rethinking Epistemic Traditions. *Public Administration Review* (special issue), 70, p. 304-306. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6210.2010.02294.x>
 - (76). ROSS, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling Approach. *Bell Journal of Economics*, no 8, p. 23-40. <https://doi.org/10.2307/3003485>
 - (77). SAADOUNI S, GUENNOUN, A., & HABBANI, S. (2025). The impact of financial structure on performance: The case of ISO-certified, listed Moroccan companies. *Data and Metadata*, 4:337. <https://doi.org/10.56294/dm2025337>
 - (79). SAADOUNI, S., & HABBANI, S. (2024). Analyse théorique de l'influence de la structure financière sur la performance des entreprises : fondements, théories et choix stratégiques. *International Journal of Economic Studies and Management (IJESM)*, 4(5), 1186-1205. <https://doi.org/10.5281/zenodo.13957303>
 - (80). ŞAMİLOĞLU, F., ÖZTOP, A. O., & KAHRAMAN, Y. E. (2014). The Determinants of Firm Financial Performance: Evidence from Istanbul Stock Exchange (BIST). *Journal of Economics and Finance*, Vol. 8, No 6 Ver. I (Nov.- Dec. 2017), PP: 62-67.
 - (81). SAVALL, H. & ZARDET, V. (2023), L'humain au cœur de la création de valeur. Collection Management socio-économique et recherche-intervention, EMS Éditions. <https://doi.org/10.3917/ems>
 - (82). SIMON, C. (2000), Valeur et comptabilité. *Encyclopédie de comptabilité, de contrôle de gestion et audit*, sous la direction de Colasse B., Economica, 2000, pp. 1245-1257.
 - (83). TEMOMO WAMBA, R., MIMCHE KOUOTOU, A. C., MAKANI, S. R., & CILINOU, D. (2019). Analyse de l'effet de la structure de financement sur la création de la valeur partenariale dans les PME camerounaises du secteur de commerce et de distribution. *Journal of Academic Finance*, 10(1), 81-102. <https://doi.org/10.59051/joaf.v10i1.170>
 - (84). VAN TOAN NGO, THỊ XUAN HUONG TRAM, BA THANH VU. (2020). The Impact of Debt on Corporate Profitability: Evidence from Vietnam. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, Vol. 7 No 11, 835-842. Doi: 10.13106/jafeb.2020.vol7.no11.835.
 - (85). VATTEVILLE, E. (2008). La création de valeur : de l'exclusivité actionnariale à la diversité partenariale ? *Revue Management & Avenir*, vol. 4, pp. 88-103. <https://shs.cairn.info/revue-management-et-avenir-2008-4-page-88?lang=fr>
 - (86). WANDA, R. (2001). Structure financière et performance des entreprises dans un contexte sans marché financier : le cas du Cameroun. *Revue du financier*, 1-16.