

ISSN : 2337-2052

**REVUE OUEST AFRICAINE  
DE SCIENCES ECONOMIQUES ET DE GESTION**

**ROASEG**

**Volume 14 n°1 - Janvier 2021**

**REVUE OUEST AFRICAINE  
DE SCIENCES ECONOMIQUES  
ET DE GESTION  
ROASEG  
Volume 14-n°1**

**REVUE OUEST AFRICAINE**  
**DE SCIENCES ECONOMIQUES**  
**ET DE GESTION**

**ROASEG**  
**Volume 14**  
**N°1**

---

**Directeur de publication :** Ahmadou Aly MBAYE, PT- Économie du Développement  
**Directeur de rédaction :** Ibrahima Samba DANKOCO, PT- Marketing  
**Rédacteur en chef :** Ibrahima Thione DIOP, MC-PA- Économie du Développement  
**Secrétaire de la Rédaction :** Prof Fatou GUEYE

**Conseil scientifique**

Tidjani BASSIROU, PT- GRH  
Nadejo BIGOU-LARE, PT- Marketing  
Ibrahima Samba DANKOCO, PT- Marketing  
Adama DIAW, PT- Économie du Développement  
Jean-Jacques EKOMIE, PT- Économie du Développement  
Dominique HAUGHTON, PhD Professor- Mathématiques-Statistiques  
Gilbert NGBO AKE, PT- Économie Industrielle  
Birahim Bouna NIANG, PT- Économie du Développement  
Bachir WADE, PT- Contrôle de gestion  
Barthélémy BIAO, PT- Économie du Développement  
Mohamed Ben Omar NDIAYE, MC-PA- Économie du Développement  
Taladidia THIOMBIANO, MC- Econométrie  
Babacar SENE, PT- Finance Internationale  
Ndiack FALL, MC-PA- Economie de la santé

**Revue Ouest Africaine  
de Sciences Economiques et de Gestion**

**© FASEG, Faculté des Sciences Economiques et de Gestion (UCAD, Dakar, Sénégal).**

**Tous les droits réservés pour les pays.**

**Il est interdit, sauf accord préalable et écrit de l'éditeur, de reproduire partiellement ou totalement un article de la présente revue, de le stocker dans une banque de données ou de le communiquer au public, sous quelque motif que ce soit.**

## **Etude des déterminants de la performance financière des Sociétés Cotées à la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières**

*Amon Aniké DEH*

Docteur en Sciences de Gestion

Enseignant Chercheur / Maître de Conférences Assimilé Stagiaire

### **Résumé**

L'objectif de cet article est d'étudier les indicateurs financiers qui expliquent la performance financière des sociétés cotées à la bourse régionale des valeurs mobilières. L'approche méthodologique porte sur les données de panels en utilisant d'abord un modèle à effet individuel fixe et ensuite une régression quantile pour tenir compte de l'effet singularité des sociétés. Les données proviennent de la base de données de cette bourse et porte sur un échantillon de dix-huit sociétés cotées sur la période allant de 2011 à 2016 soit 108 observations. Les résultats montrent que l'opportunité de croissance, la profitabilité économique ainsi que la taille de la société impactent positivement la performance financière de ces sociétés. Par contre, l'inefficacité dans l'utilisation de l'actif impacte négativement la performance financière de ces sociétés. Les estimations économétriques à travers la régression quantile montrent que la liquidité peut impacter positivement comme négativement la performance financière des sociétés. Quant à l'impact de l'endettement, il reste neutre. Ainsi les dirigeants de ces sociétés pourront améliorer leur performance financière en faisant des investissements, en maîtrisant leur charge fixe et en évitant une trésorerie oisive qui entrainerait des coûts d'opportunités.

**Mots clés** : Performance Financière, Données de Panels, Régression quantile

**Classement JEL** : Y70, L19, C19

## **1. Introduction**

Dans un monde en profonde mutation avec le développement des nouvelles technologies de communication et de l'information combinée à un décloisonnement du système financier, les sociétés font face à une concurrence rude au niveau national qu'international. Elles ont alors sans cesse besoin d'innover en faisant des investissements qui nécessitent des moyens financiers considérables auprès d'investisseurs. Ces investisseurs sont de plus en plus réticents à placer leur fond. Les sociétés qui ne présentent pas une bonne performance financière sont souvent délaissées ; ou bien l'investisseur évalue le spread de crédit qui gonflera le cout du financement de l'emprunteur.

Le concept de performance financière est une notion polysémique car intégrant plusieurs critères parmi lesquels la rentabilité, la liquidité, la solvabilité, la flexibilité financière entres autres. C'est d'ailleurs ce qui faisait dire à Othley (1999), que la performance est elle-même un terme ambigu qui ne possède pas de définition unique. Au niveau de la zone UEMOA, il a été décidé de créer un marché financier régional le 17 Décembre 1993. C'est ainsi que naîtra la Bourse régionale des valeurs mobilières (BRVM) le 18 décembre 1996 à Cotonou (Benin). Malgré plus de vingt ans d'existence, la BRVM a du mal à prendre son envol. En effet, les échanges de titres sur cette bourse sont largement anodins par rapport à d'autres bourses, comme celle de l'Afrique du SUD, ou du Nigeria. La plupart des investisseurs de l'UEMOA n'ont non seulement pas la culture des marchés financiers, mais en plus pour le peu qui s'y intéressent ou ont déjà une culture de la bourse n'ont pas accès à l'information financière à part celle publiée par les sociétés elles-mêmes dans leurs rapports financiers annuels ou semestriels.

Ces informations publiées par les sociétés elles-mêmes peuvent être biaisées et auront tendance à ne pas inspirer forcément confiance. Ainsi il y'a un réel problème d'asymétrie d'information.

Par ailleurs, les dirigeants des sociétés ont souvent des difficultés pour trouver une combinaison d'indicateurs financiers sur lesquels ils se baseront pour analyser la performance financière de leur société. Comme l'ont souligné Brealey, R. (2003) & Myers, S. (2003) : *« les dirigeants utilisent les états financiers pour contrôler la performance de leur entreprise pour arriver à comprendre la politique d'un concurrent ou pour mesurer la solvabilité d'un client. Mais ils courent le risque d'être débordés par le volume d'information et d'indicateurs. C'est pourquoi, ils utilisent un certain nombre de ratios financiers significatifs pour exprimer l'endettement financier de l'entreprise, sa liquidité, sa rentabilité et sa valeur de marché ».*

Les investisseurs ont besoin de connaître les variables qui expliquent la performance financière des sociétés cotées à la bourse pour constituer leur portefeuille ; les dirigeants des sociétés ont besoin d'une combinaison optimale d'indicateurs pour mesurer et suivre leur performance financière, laquelle performance financière est complexe et multidimensionnelle, sa mesure fait l'objet de nombreux développements aussi divergents que variés sur les critères quantitatifs comme qualitatifs.

Les critères financiers donnent plus d'objectivité dans la mesure des déterminants de ladite performance financière. Toutefois il existe plusieurs critères financiers qui peuvent ne pas expliquer la performance financière de la même manière pour toutes les sociétés. Un indicateur financier peut impacter positivement la performance financière d'une classe de sociétés et impacter négativement sur une autre classe de sociétés. De ce fait, l'étude même de ces critères financiers qui déterminent la performance financière d'une multitude de sociétés évoluant dans un même secteur d'activité ou dans des secteurs d'activités différents devient aussi complexe. Ainsi, les modèles économétriques utilisés plus en sciences économiques et en sciences sociales pourraient être utilisés pour analyser ces déterminants sur une panoplie de sociétés évoluant dans le même secteur d'activité ou dans des secteurs d'activités différents. Les études empiriques sur les déterminants de la performance financière sont nombreuses dans la littérature (Manel K., (2011) Et Hanen G., (2011), André P., et Shiehll E., (2004), Peter K., Young J., et Schapiro D., (2005), Ben C., et Zarai, Samahane M., Bauer et al (2008), Paul A. Gompers, Joy L. Ishii, Metrick A., (2003), Rachid E.,(2014), Eya N., (2008), Olivero B., Luu P., et Seffar M., (2019), Durnev A., et Kim E. H., (2003), de Bohren O., et Odegaard B.A., (2001),). Toutefois, rare sont les études menées sur les sociétés corporate cotées à la bourse régionale des valeurs mobilières avec l'utilisation de deux régressions (linéaire et quantile) pour lever toute dichotomie. En effet, en faisant un raisonnement par moyenne (régression linéaire), une variable peut impacter positivement sur la variable dépendante alors qu'il peut arriver qu'au sein de la population globale, le signe de cette même variable soit négatif pour certaines catégories de la même population utilisant la même variable ; d'où l'importance de la régression quantile (raisonnement en terme de médiane). Ainsi l'étude des déterminants de la performance financière des sociétés corporate cotées à la BRVM à la fois par une régression linéaire et une régression quantile sur données de panels s'avère aujourd'hui plus que nécessaire pour avoir une bonne information sur la performance financière de la société. Ce qui pourrait être d'une importance capital pour les investisseurs, les dirigeants des sociétés, les contrôleurs de gestion, les spécialistes du scoring et du rating entre autres...

Quels sont les déterminants de la performance financière des sociétés cotées à la BRVM sur la base d'un modèle à effet fixe individuel et d'une régression quantile ? L'objectif de cet article est d'utiliser l'économétrie des données de panels pour étudier les déterminants de la performance financière. Il s'agira les critères financiers qui expliquent la performance financière des sociétés cotées à la BRVM en utilisant un modèle individuel à effet fixe et une régression quantile pour lever toute dichotomie. Cet article présente des intérêts non négligeables. Il pourra enrichir les études menées sur le concept de performance financière en contextualisant et en utilisant à la fois des régressions linéaires et quantiles. Ce qui serait d'une importance capital pour les dirigeants, les investisseurs et les spécialistes du rating et du scoring.

## **2. Revue de la littérature théorique et empirique sur la performance financière**

### **2.1. Revue de la Littérature Théorique**

Pour mieux comprendre le concept de performance financière, il faudrait d'abord appréhender la notion de performance.

#### **2.1.1. La Performance selon les Théoriciens de l'école classique et celles des relations humaines**

Selon les théories classiques de l'organisation développées par Taylor (1911), Fayol (1916) et Weber (1989), la performance est l'atteinte des objectifs à travers la mise en place d'une méthode scientifique basée uniquement sur des critères économiques en faisant abstraction du bien être des travailleurs. Par contre l'école des relations humaines avec notamment Elton Mayo (1927), Mc Gregor (1960), et A. Maslow (1954) avec sa fameuse pyramide ont une appréhension plus sociale de la performance à travers l'atteinte des objectifs de l'entreprise en tenant compte du bien être du personnel. Par ailleurs, Beaudin, Savoie et Morin (1994, p7) prennent une posture différente des deux théories précédentes sur la performance organisationnelle, ils vont mesurer la performance organisationnelle à travers quatre dimensions : la pérennité de l'organisation ( qualité du produit, compétitivité...), l'efficacité économique (économie des ressources, productivité ...), la valeur des ressources humaines (mobilisation du personnel, développement du personnel...) et la légitimité de l'organisation auprès des grands groupes (satisfaction des clients, des bailleurs, de la communauté ...)

Sogbossi Bocco B., (2010), quant à lui perçoit la performance organisationnelle comme la manière dont l'entreprise est organisée pour atteindre ses objectifs et la façon dont elle y parvient.



### **2.1.2. La Performance selon les approches stratégiques, concurrentielles et financière**

A coté des écoles de pensées de la performance organisationnelle, nous avons aussi la notion de performance stratégique et concurrentielle qui est née dans les années 1950 aux USA suite aux limites du modèle de l'OST de Taylor due aux mauvais résultats des entreprises qui ne se limitaient qu'à mettre une organisation scientifique du travail sans tenir compte de la volatilité du marché, de l'environnement et du jeu concurrentiel. Selon Sogbossi B., (2010) , la performance stratégique utilise comme indicateur de mesure, un système d'excellence. Les facteurs nécessaires à la réalisation de cette performance sont entre autres : la croissance des activités, une stratégie bien pensée, une culture d'entreprise dynamique, une forte motivation des membres de l'organisation ou un système de volonté visant le long terme, la capacité de l'organisation à créer de la valeur pour ses clients, la qualité du management et du produit pour les clients, la maîtrise de l'environnement. Cette approche de la performance met le point sur l'analyse stratégique, la flexibilité du décideur suite aux changements de l'environnement.

Cette approche corrolère la performance à la compétitivité. Donc sont performante, les firmes compétitives. C'est ainsi que Miller et Toulouse intègre dans l'évaluation de la performance, la stratégie, le style de décision et la personnalité des dirigeants de la firme.

Par contre, Descarpentries J.M (2007, p 56) utilise la notion de performance humaine. Selon lui, une entreprise pour être performante financièrement doit être performante humainement.

Pour mieux cerner cette performance, Descarpentries utilise la formule de Einstein  $E = mc^2$ .

$E = E_h$  (Efficacité humaine);  $M =$  (Motivation à volonté d'agir et de réussir);  $C =$  (Compétence)

$C =$  (Culture, valeurs partagées)

Selon l'approche financière, Lebas (1995, p 137), soutient que la performance n'existe que si elle est mesurée ainsi il donne sept caractères communs de mesure de la performance à savoir:

- Accomplir, réaliser une activité dans un but déterminé ;
- Réalisation d'un résultat ;
- Comparaison d'un résultat par rapport à une référence interne ou externe ;
- Aptitude à réaliser ou à accomplir un résultat (potentiel de réalisation) ;
- Appliquer des concepts de progrès continus dans un but de compétition ;
- Jugement de la performance par plusieurs acteurs concernés qui peuvent ne pas avoir la même vision et la même approche. D'où nécessité d'une approche multicritère de la performance ;

- Mesurer par un chiffre ou une expression communicable.

Par ailleurs Bartoli quant à lui mesure la performance à travers trois mesures, à savoir : le résultat, les moyens et les objectifs. Pour Rocher B.M. (1995, p174), la performance financière en gestion se résume à la bonne santé financière de l'entreprise. Pour l'auteur, cette santé financière peut être appréhendée à travers une bonne assise financière en finançant les emplois à long terme avec des ressources à long terme, être solvable mais également être rentable c'est à dire dégager des résultats par rapport aux moyens mis en oeuvre.

Si Rocher définit la performance financière à travers l'assise financière et la rentabilité, la BCEAO (2004), quant à elle donne la rentabilité des capitaux propres comme indicateur d'appréciation de cette performance financière. Ce point de vue de la BCEAO est aussi partagé par Claude T. J. (1998), qui dispose que la mesure de la performance financière revient à mesurer sa rentabilité; laquelle rentabilité est le rapport entre l'accroissement de richesse et les capitaux investis. Il soutient par ailleurs qu'il ne faudrait pas confondre marge et rentabilité, la marge étant le rapport d'un résultat à un volume d'activité, la rentabilité est par contre est le rapport d'un résultat aux capitaux investis pour dégager ce résultat.

Dans le cadre de notre étude, nous utiliserons la conception de la BCEAO, de Claude et d'autres auteurs qui conçoivent la performance financière comme la capacité de la société à rémunérer ses actionnaires.

## **2.2. Revue de la littérature empirique**

Plusieurs travaux empiriques ont été consacrés à l'analyse des déterminants de la performance financière. Manel K. Et Hanen G., (2011), ont étudié l'impact des mécanismes de gouvernances sur la performance financière et boursière des sociétés canadiennes cotées à la bourse de Toronto. L'échantillon était composé de 134 sociétés pour l'année 2007, ils ont utilisé deux variables exogènes à savoir le Return On Activity et le Return On Equity pour la performance financière et le Market to Book pour la performance boursière. Comme variables indépendantes et de contrôle, ils ont choisi la composition du conseil d'administration, les droits des actionnaires, la divulgation de l'information, l'âge de l'entreprise, sa taille et la dette de l'entreprise. Leur travaux ont montré que la taille et l'endettement déterminent la performance financière. Par contre l'âge de l'entreprise n'impact pas sur la performance financière. Pour ce qui est de la taille, d'autres auteurs ont trouvé le même résultat, il s'agit des travaux de Durnev et Kim (2003), de Bohren et Odegaard (2001). Pour la dette aussi, d'autres auteurs trouvent la même relation négative de la dette sur la performance financière, il s'agit entre autres de André P., et Shiehll E., (2004) qui ont trouvé un signe négatif et significatif au seuil de 1%. Toutefois les résultats de Peter, Young et Schapiro (2005) trouvent un résultat

different. En effet, dans leur étude, ces auteurs trouvent un coefficient positif et significatif. Pour ce qui est de la variable âge, Ben C., (2008) et Zarai M, A., (2008), trouve une relation positive au seuil de 1% entre l'âge de l'entreprise et la performance financière. D'autres auteurs ont étudiés la relation entre gouvernance d'entreprise et performance. Rachid E., (2014), a étudié l'impact du coût de l'endettement sur la performance financière des firmes marocaines. Il a utilisé une régression simple sur un échantillon de 40 entreprises marocaines sur la période 2011. Dans son modèle, elle a utilisé la return on equity comme variable dépendante et une variable explicative qui est le taux de charges déductibles ( Charges Financières /Dettes Totales). Ce modèle n'ayant pas donné de résultat satisfaisant, il a intégré d'autres variables explicatives à savoir la rentabilité économique, le coût fiscal et le risque. Les quatre variables explicatives ont expliqué à hauteur de 95,7% la variabilité de la performance financière. Le résultat montre que la performance financière mesurée par le return on equity diminue par rapport au coût financier et au coût fiscal, et augmente par rapport à la rentabilité économique. Toujours dans le contexte Africain, Eya Noubbigh (2008), a utilisé les données de panels sur les entreprises cotées à la bourse des valeurs de Tunisie durant les périodes de 2002 à 2006 pour analyser l'impact de l'audit sur la performance financière de l'entreprise. Dans son modèle, le test de Hausman lui a permis d'opter pour le modèle à effet fixe. Les résultats de son modèle montrent que la taille du conseil d'administration ainsi que l'endettement impact négativement sur la performance financière.

Par contre Oubya G., (2016), a travaillé sur la contribution à l'étude des déterminants de la performance de l'entreprise : impact de la création de valeur pour le client sur la performance des entreprises hôtelières en Tunisie. Sur la base d'un questionnaire soumis à 252 clients d'hôtels 4 et 5 étoiles, avec comme variables dépendantes la satisfaction des clients, le bouche à oreille positif et l'intention de retour et comme variables indépendantes capacité d'innovation, qualité des produits offerts, adaptabilité, qualité des ressources humaines et enfin comme variables médiatrices sentiment de satisfaction, sentiment de fidélité et rapport qualité/prix.

Les résultats issus de son étude permettent de retenir que la capacité d'innovation et la qualité des produits offerts impactent positivement sur le sentiment de satisfaction du client. Et un client satisfait crée de la valeur pour l'entreprise et par conséquent améliore la performance de celle-ci. L'auteur arrive à la conclusion que la capacité à générer des profits, en concevant des produits ou des services qui puissent satisfaire les clients, tout en générant

des profits et des avantages pour ses différentes parties prenantes impacte la performance de l'entreprise.

L'étude empirique montre que les indicateurs qui expliquent la performance financière sont nombreux et peuvent être qualitatifs et quantitatifs. Toutefois, dans le cadre de notre étude, nous travaillerons sur la base des variables quantitatives tirées des états financiers des sociétés étudiées qui donne plus d'objectivité sur la vraie valeur de la société.

### **3. Méthodologie, modèle d'analyse, choix des variables et données**

#### **3.1. Méthodologie**

De par notre approche quantitative, notre posture est positiviste, notre mode de raisonnement est hypothético-déductif qui vise à tester empiriquement des hypothèses à travers une approche quantitative, s'appuyant sur l'expérimentation des variables dépendantes et indépendantes sur données de panels ainsi que sur l'analyse statistique des données pour étudier les déterminants de la performance financière.

#### **3.2. Modèle d'analyse**

Pour la régression linéaire, nous aurons :

$$Rf_{i,t} = \alpha + \lambda_1 TNJCA_{i,t} + \lambda_2 TxE_{i,t} + \lambda_3 LnTi_{i,t} + \lambda_4 Ici_{i,t} + \lambda_5 Pfi_{i,t} + \lambda_6 VCA_{i,t} + \epsilon_i$$

Pour la régression quantile, nous aurons :

$$Y_{iq}(Rfq) = \lambda_{0q} + \lambda_{1q} TNJCA_i + \lambda_{2q} TxE_i + \lambda_{3q} LnTi + \lambda_{4q} Ici + \lambda_{5q} Pfi + \lambda_{6q} VCA_i + \epsilon_i$$

- $Rf$  : la Rentabilité Financière
- $\lambda_{0q}$  : La constante
- Les paramètres à estimer ( $\lambda_1, \dots, \lambda_p$ ),
- Le terme d'erreur ( $\epsilon_i$ )
- Le nombre d'observations dans chaque quantile ( $q$ ).

Nous aurons trois types de régression quartile :

- La régression quartile d'ordre 3 : il s'agit des sociétés cotées à la BRVM appartenant à la classe des 25% des performances financières les plus élevées
- La régression quartile d'ordre 2 : il s'agit des sociétés cotées à la BRVM appartenant à la classe des 50 % des performances financières moyennes
- La régression quartile d'ordre 1 : il s'agit des sociétés cotées à la BRVM appartenant à la classe des 25% des performances financières les plus faibles.

Ces deux modèles en données de panels montrent une Liaison entre variables explicatives et variable expliquée. La première regression raisonne en terme de moyenne alors que le deuxième raisonne en terme de mediane.

### 3.3. **Choix des Variables**

Pour procéder à l'opérationnalisation de nos hypothèses, force nous ait loisible de justifier d'abord le choix des variables dépendantes et indépendantes.

La variable dépendante est la performance financière et six variables explicatives qui se résument en ratio d'endettement, de structure financière, de profitabilité, de liquidité, d'utilisation de l'actif et de la taille.

#### ➤ La Variable dépendante

Nous avons utilisé une variable dépendante pour la performance financière à savoir le ROE (Return On Equity) qui est la rentabilité des fonds propres. Ce ratio a été utilisé par plusieurs chercheurs comme indicateur de la performance financière. C'est le cas de BOZEC et al (2006) d'OMRI M,A ., et MEHRI (2003), de Brown, L. D., Caylor M. L., (2004), de Lehmann, E., Weigand, J. (2000). Pour Pascal BARNETO et George GREGORIO dans leur ouvrage FINANCE 2ème Edition Page 186 estime que le Return On Equity est un indicateur pertinent de la mesure de la performance financière car elle mesure la rentabilité des capitaux propres dont dispose le groupe en constituant une synthèse de la profitabilité et de la structure financière. Pour les actionnaires, elle constitue : la finalité même du groupe ; une condition indispensable pour financer le développement de l'entreprise de façon équilibrée. C'est un gage de pérennité pour les investisseurs.

$$\text{Rentabilité Financière ou Return on equity} = \frac{\text{Resultat Net}}{\text{Capitaux Propres}}$$

#### ➤ Les variables indépendantes

##### *Effet taille et performance financière*

La taille de la société est considérée comme déterminante dans l'explication de la performance financière. Plusieurs indicateurs ont été utilisés dans la littérature pour mesurer la taille de la société. Il s'agit entre autres :

- Ln Chiffre d'Affaires qui a été utilisé par Hergli et al (2007), Durnev et Kim (2003)
- Ln Total Actifs qui a été utilisé par Adjaoud F., et al (2007), Brown, L. D., Caylor M. L., (2006), Bauer R., et al (2007), Ben Cheikh, S., et Zarai, M, A. (2008).

$$\text{LnT} = \text{Ln Total Actifs}$$

L'hypothèse retenue est : La taille de la société est corrélée positivement à la performance financière

*Relation entre structure du capital et performance financière*

Plusieurs variables ont été utilisées pour la structure du capital. Mais la variable la plus utilisée est le taux d'endettement. Ce taux exprime le poids de l'endettement dans la structure financière de la société. Pour certains auteurs, ce ratio a un impact négatif sur la performance financière de la firme à cause du poids de la charge financière engendrée. Par contre d'autres auteurs comme Berger A., et Bonaccorsi di Patti E., (2006), Margaritis D., et Psillaki M., (2007), Margaritis D., et Psillaki M., (2010). pensent que l'endettement améliore la rentabilité financière à cause du jeu de l'effet de levier.

Plusieurs auteurs ont eu à intégrer cette variable dans leur modèle, c'est le cas de Andres P., (2004) et Schiehl E., (2004), Hergli et al (2007).

$$TxE = \frac{\text{Dette Financière}}{\text{Capitaux Propres}}$$

Hypothèse retenue : la structure du capital améliore la performance financière de la firme

*Relation entre la liquidité de la société et la performance financière*

Plusieurs variables existent pour mesurer la liquidité. Nous retenons comme variable la trésorerie nette en jours de Chiffre d'Affaires Hors Taxes (TNJCA) car elle mesure la liquidité de la société en jours de CAHT. La liquidité est une notion importante dans l'étude de la performance financière.

$$TNJCA = \frac{(\text{Tresorerie de L'Actif} - \text{Tresorerie du Passif})}{\text{Chiffre d'AffairesHT}} \times 360$$

Nous retenons l'hypothèse selon laquelle plus une entreprise est liquide plus elle performe financièrement

*Opportunité de croissance et performance financière*

Plusieurs mesures de l'opportunité de croissance des entreprises existent dans la littérature., L'opportunité de croissance a été opérationnalisée par plusieurs variables telles que la variation du chiffre d'affaires, la variation de la valeur ajoutée, la variation du total de l'actif entre autres. Mais, dans le cadre de notre analyse nous utiliserons le taux de valeur ajoutée (VCA). Le Taux de valeur ajoutée lié à la croissance de l'activité mesure la taux de richesse créée par la société. Selon Ball, R.J. (2008), la richesse créée par la société est équivalente à une tarte divisée annuellement entre les principaux tiers que sont les salariés, l'Etat, les prêteurs, les actionnaires, les dirigeants ect. La taille de cette tarte étant déterminée dans un esprit prudent au regard de la stabilité financière de l'entreprise, si cette valeur baisse, alors la performance financière de la firme baisse et par conséquent cela élimine tout bonus, dividende et impôt au grand regret des tiers. Ainsi Ray Ball conçoit que plus une société crée

de la richesse, plus elle a une bonne opportunité de croissance et plus elle améliore sa performance financière et plus les tiers de la société sont heureux. La valeur ajoutée est le résultat avant rémunération des salaires et charges sociales. Une société qui génère une Valeur ajoutée négative ne pourra pas rémunérer ses salariés grâce à son activité. Ce qui peut bien évidemment entraîner des mécontentements, et même des grèves répétitives ce qui aura pour impact de paralyser tout ou partie de l'activité et donc une diminution du chiffre d'affaires et par conséquent une diminution de la rentabilité financière. Ainsi, plus ce ratio est élevé, plus cela impactera positivement sur la performance financière de l'entreprise.

$$VCA = \frac{\text{Valeur Ajoutée}}{\text{Chiffre d'affaires hors taxes}}$$

Comme hypothèse, nous retenons que l'opportunité de croissance de la firme augmente sa performance financière.

#### *Profitabilité économique et performance financière*

Pour Jonathan, B. et Peter, D. (2004, p 50), le taux de profitabilité calculé avec l'excédent brut d'exploitation (EBE) est une variable clé dans l'analyse du compte de résultat car permettant en effet d'apprécier les flux de trésorerie produits par l'exploitation puisqu'il n'est pas affecté par la structure financière ou par la politique de distribution de l'entreprise, pas plus que par sa politique d'investissement et d'amortissement, ni par sa fiscalité. Il est plus fidèle que le résultat d'exploitation pour mesurer la rémunération des capitaux investis grâce à l'exploitation. Selon ces derniers, une augmentation d'un point de ce ratio peut s'expliquer par une réduction du coût de production, une amélioration de la productivité du travail ou un effet prix. Ainsi, les sociétés les plus profitables sont généralement les sociétés les plus performantes. Et plus cette variable augmente, plus la société devient plus performante financièrement.

$$Pf = \frac{EBE}{CAHT}$$

Comme hypothèse, nous disons que la profitabilité économique impacte positivement la performance financière de la société.

#### *Utilisation optimale de l'actif et performance financière*

Pour l'utilisation optimale de l'actif, nous allons choisir le poids de l'actif dans le chiffre d'affaires qui mesure chaque franc d'actif utilisé dans x francs de chiffre d'affaires. Plus ce ratio est élevé, plus la société sous performe, c'est à dire qu'elle utilise beaucoup d'actif pour générer peu de chiffre d'affaires. (or beaucoup d'actif implique plus de charges fixes

d'exploitation à travers les dotations aux amortissements générées par les fortes immobilisations, mais aussi peu impliquer plus de BFR et donc plus de problème de trésorerie donc plus de découvert et donc plus de frais issus de ces découverts). Plus il est élevé, plus la performance diminue et plus il est faible, plus la performance augmente. Par contre, l'inverse de ce ratio (CAHT/ Total Actif) traduit chaque franc de chiffre d'affaires généré par un franc d'actif. Si ce ratio est élevé, cela signifie que l'entreprise arrive à générer beaucoup de chiffre d'affaires avec moins d'actif. Ainsi moins d'actifs entraîne moins de Dotation, moins de BFR combinés à plus de chiffre d'affaires augmentent le résultat et par conséquent la performance financière. Selon R. Brealey et S. Myers (2003, p 920-921), le ratio de rotation de l'actif permet d'apprécier l'efficacité avec laquelle les entreprises exploitent leurs investissements en actifs. La question que les auteurs se posent est : combien d'euro de chiffre d'affaires génère chaque euro d'investissement. Les sociétés qui utilisent efficacement leur actif sont les plus performantes financièrement à cause du volume de chiffre d'affaires utilisé qui représente l'essentiel des recettes de l'entreprise.

$$Ic = \frac{\text{Total Actif}}{\text{CAHT}}$$

Comme hypothèse, nous disons qu'une mauvaise utilisation de l'actif impacte négativement la performance financière de la firme

### **3.4. Données**

La méthode de collecte des données est documentaire. Nous utilisons les états financiers des sociétés cotées à la bourse régionale des valeurs mobilières. Ces Etats Financiers ont été téléchargés sur le site de la Brvm ([www.BRVM.org](http://www.BRVM.org)), Rubriques Données, Sociétés Cotées, Etats Financiers. Sur une trentaine de sociétés, nous n'avons pu avoir que les Etats Financiers de 18 Sociétés sur la période allant de 2011 à 2016.. Nous n'avons pas pris la totalité des sociétés (abstraction faite des sociétés du secteur Finance du fait que nous nous intéressons aux corporates) car il y a eu des entrées en bourse de nouvelles sociétés après l'année 2011 et il y'a eu aussi des sorties de société de la bourse avant 2011. Au-delà de ces entrées et sorties, certaines sociétés dont les états financiers bien qu'étant disponibles n'ont pas été retenues du fait de la condensation de certains postes du bilan et du compte de résultat qui est un frein à l'analyse de certains indicateurs. Les 18 sociétés retenues sont issues des différents secteurs classés à la BRVM. Il s'agit : du secteur agriculture, du secteur Transport, du secteur Distribution, du secteur Publique, du secteur Industrie et Autres Secteurs.

Tableau n°1 : Classement des Sociétés par Secteur

Agriculture	Transport	Distribution	Publique	Industrie	Autres Secteurs
-------------	-----------	--------------	----------	-----------	-----------------



---

	BOLLORE			AIR LIQUIDE
SAPH	CI	BERNABE CI	CIE CI	CI
		CFAO MOTOR		
PALMCI		CI	SONATEL	SIEM CI
SICOR		TOTAL CI		UNILEVER CI
SOGB		TRACTAFRIC CI		FILTISAC CI
		VIVO ENERGIE		
		CI		NEI CEDA CI
				SICABLE CI
				SITAB CI
				SMB CI
				SOLIBRA CI
				UNIWAX CI

---

Source : BRVM, élaboré par Nous même

#### **4. Résultats et Discussions**

##### **4.1. Résultats**

###### **4.1.1. Les résultats du modèle d'analyse à effet individuel**

Après avoir inséré les données sur STATA. Nous avons procédé à différents tests tels que le test d'homogénéité des données, le test de la racine unitaire, le test de Hausman pour le choix entre effet fixe et effet aléatoire, le test d'hétéroscédasticité de Wald, Test de dépendance interindividuelle des résidus, Test d'autocorrélation de Wooldridge. Le modèle à effet individuel fixe est retenu.

Résultats des estimations du modèle à effets individuels fixes

Tableau n°2 : Résultats des estimations du modèle individuel à effets fixes

Rf	Coefficient	Ecart-type	Pvalue	Intervalle de confiance	
TNJCA	0,0005**	0,0002	0,0270	0,0001	0,0009
Ic	-0,2997***	0,0571	0,0000	-0,4201	-0,1794
VCA	0,1891*	0,1030	0,0840	-0,0282	0,4064
TxE	-0,0496	0,0339	0,1610	-0,1210	0,0219
Pf	0,3056**	0,0741	0,0010	0,1493	0,4620
LnT	0,1557**	0,0438	0,0020	0,0633	0,2480
Constante	-3,4491**	1,0981	0,0060	-5,7659	-1,1323
Nombre d'observations		108			
R <sup>2</sup> Within		0,56			
R <sup>2</sup> Between		0,17			
R <sup>2</sup> Overall		0,22			

Note : \*\*\* p<0,001 ; \*\* p<0,05 ; \* p<0,1

Pour tout coefficient dont la Pvalue est inférieure au seuil donné, soit 1% ou 5% ou 10%, on dit qu'il est statistiquement significatif. Ce qui nous permet d'interpréter cet coefficient, sinon si le coefficient n'est pas significatif, il n'apporte aucune information dans l'explication de la variable à expliquer qui est la performance financière (rf). Exemple, la variable trésorerie nette en jours de chiffre d'affaires hors taxes (TNCJA) est significative au seuil de 5% car sa Pvalue est inférieure à 5%. De plus, cette variable impacte positivement la performance financière des sociétés cotées à la bourse régionale des valeurs mobilières car son coefficient est positif.

Le modèle est globalement significatif à hauteur de 56%, ce qui est relativement acceptable par rapport à d'autres études menées sur la performance financière. C'est le cas des travaux de Manel KOLSI (2011) et Hanen Ghorbel (2011), dans leur étude de l'effet des mécanismes de gouvernances sur la performance financière et boursière des entreprises Canadiennes en données de panels avec une modèle à effet fixe avec le Test de Hausman. Le R<sup>2</sup> de leur étude était de 0,124 soit 12,4%. Également dans le contexte Américain le R<sup>2</sup> ajusté des modèles de Brown et Caylor (2006) tournait aux alentours de 2%. Cela pourrait s'expliquer par le fait qu'on a regroupé un échantillon avec des sociétés de tailles différentes évoluant dans 5

secteurs d'activités differends sur 6 ans avec des periodes differentes combiné au fait qu'il est très difficile de trouver et d'integrer tous les determinants de la performance financière qui est un concept polysemique dans un seul modèle.

#### **4.1.2. Les résultats de la régression quantile**

Après avoir fait une regression avec le modèle à effet individuel fixe, nous allons proceder à une regression quantile.

Interprétation des résultats de la régression quartile d'ordre 3, d'orde 2 et d'ordre 1

Tableau n°3 : Résultats des estimations de la régression quartile d'ordre 3

Rf	Coef.	Ecart-type	Pvalue	Intervalle de confiance	
TNJCA	-0,0005***	0,0002	0,0190	-0,0010	-0,0001
Ic	-0,2888***	0,0732	0,0000	-0,4322	-0,1453
VCA	0,6995***	0,1241	0,0000	0,4563	0,9428
TxE	0,0330	0,0614	0,5910	-0,0873	0,1533
Pf	0,4443***	0,1044	0,0000	0,2397	0,6490
LnT	0,0615*	0,0320	0,0550	-0,0012	0,1241

Note : \*\*\*  $p < 0,001$  ; \*\*  $p < 0,05$  ; \*  $p < 0,1$

La regression quartile d'ordre 3 : il s'agit des sociétés cotées à la BRVM appartenant à la classe des 25% des performances financières les plus elevées

Tableau n°4 : Résultats des estimations de la régression quartile d'ordre 1

Rf	Coefficient	Ecart-type	Pvalue	Intervalle de confiance	
TNJCA	0,0002**	0,0001	0,0040	0,0001	0,0003
Ic	-0,0870***	0,0073	0,0000	-0,1013	-0,0728
VCA	0,0011	0,0611	0,9850	-0,1186	0,1209
TxE	0,0119	0,0088	0,1790	-0,0054	0,0292
Pf	0,2071***	0,0349	0,0000	0,1387	0,2754
LnT	0,0210***	0,0029	0,0000	0,0153	0,0267

Note : \*\*\*  $p < 0,001$  ; \*\*  $p < 0,05$  ; \*  $p < 0,1$

La régression quartile d'ordre 1 : il s'agit des sociétés cotées à la BRVM appartenant à la classe des performances financières les plus faibles.

Tableau n°5: Résultats des estimations de la régression quartile d'ordre 2 (médiane)

Rf	Coef.	Ecart-type	Pvalue	Intervalle de confiance	
TNJCA	0,0002	0,0002	0,2180	-0,0001	0,0005
Ic	-0,1861***	0,0103	0,0000	-0,2063	-0,1659
VCA	0,1253***	0,0314	0,0000	0,0639	0,1867
TxE	0,0893**	0,0337	0,0080	0,0233	0,1554
Pf	0,1557***	0,0307	0,0000	0,0955	0,2159
LnT	0,0606***	0,0087	0,0000	0,0436	0,0777

Note : \*\*\*  $p < 0,001$  ; \*\*  $p < 0,05$  ; \*  $p < 0,1$

La régression quartile d'ordre 2 : il s'agit des sociétés cotées à la BRVM appartenant à la classe des 50 % des performances financières moyennes

## 4.2. Discussions

### 4.2.1. Les discussions issues des résultats du modèle à effet individuel

Le tableau n°4 fait état des principaux résultats.

#### *Pour effet taille et performance*

Le coefficient associé à la variable « taille de la société (LnT) » est significatif et positif au seuil de 5%. Une hausse de 1% de la taille de la société conduirait à une augmentation de 0,16% de sa rentabilité financière. La variable taille impact alors positivement sur la performance financière de la firme. Ce résultat est conforme à notre hypothèse selon laquelle la taille exerce un effet positif sur la performance financière. D'autres auteurs ont trouvé les mêmes impacts dans leur étude empirique. C'est le cas des auteurs Manel K., et Hanen

Ghorbel (2011), Adjaoud, F., Zeghal D., et Andaleeb S., (2007), Bohren O., et Odegaard B.A., (2001) et Durnev A., et Kim E.H., (2003), qui trouvent, dans des contextes différents, une association positive entre la taille et la performance. Cet impact positif de l'effet taille sur la performance financière peut s'expliquer par le fait que les entreprises de grandes tailles disposent de beaucoup de moyens financiers pour mettre en place leur stratégie permettant d'avoir beaucoup de part de marché en gonflant ainsi leur chiffre d'affaires.

L'hypothèse 1 selon laquelle il existe une corrélation positive entre la taille de la firme et sa performance financière est vérifiée.

#### *Structure du capital et performance financière*

Le ratio DF/KP n'est pas significatif autrement dit toute variation de 1% de ce ratio n'a aucune incidence sur la performance financière (hypothèse non validée). Cela montre que la structure du capital n'a aucune incidence sur la valeur de la société (hypothèse non validée). La proposition 1 de Modigliani et Miller (1958), stipule qu'aucune combinaison (DF/KP) n'est meilleure qu'une autre et que la valeur globale de la société est ainsi indépendante de la structure de son capital. Ils reconnaissent dans leur acte 2 que même si l'endettement augmente la rentabilité attendue de l'investissement des actionnaires, elle augmente aussi le risque financier de l'entreprise. Ainsi cette augmentation supplémentaire de la rentabilité est neutralisée par l'augmentation du risque laissant ainsi les actionnaires indifférents. L'idée selon laquelle l'endettement améliore la rentabilité financière de l'entreprise à travers l'économie d'impôt générée par le coût de la dette est à relativiser, il faut aussi tenir compte du coût des difficultés financières ainsi que la rentabilité économique générée par le supplément d'endettement. En effet, R. Brealey et S. Myers dans leur ouvrage "Principes de Gestion Financière, 7ème Edition, Pearson Education" à la page 571 montrent que pour que la structure du capital ait un impact positif sur la rentabilité financière, il faudrait que la valeur actuelle de l'économie d'impôt générée soit supérieure à la valeur actuelle des coûts des difficultés financières. Si il y'a égalité entre les deux, alors s'endetter ou ne pas s'endetter n'aura aucune incidence sur la rentabilité financière de la société.

L'hypothèse 2 selon laquelle la structure du capital impact positivement la performance financière n'est pas vérifiée.

#### *Liquidité de la société et la performance financière*

Le modèle est globalement significatif au seuil de 5% (pvalue=0,0001). L'examen du tableau ressort que « Trésorerie nette en jours de Chiffre d'Affaires Hors Taxes (TNJCA) » est significative et positive au seuil de 5%. Une hausse de 1 point du ratio de liquidité de la société en jours de chiffre d'affaires hors taxes conduirait à une augmentation, en moyenne,

de 0,0005 point de la performance financière des sociétés. Cela est contraire à l'approche de l'encaisse oisive qui est source de cout d'opportunité. De plus, cette variable n'a pas été utilisée dans la plupart des travaux qui ont été menés pour analyser les déterminants de la performance financière. L'impact positif de la trésorerie en jours de chiffre d'affaires hors taxes est conforté par l'approche Keynesienne de la préférence pour la liquidité. Selon lui, le fait de posséder un stock de monnaie permet de se prémunir contre le manque de synchronisation entre les flux d'entrée et les flux de sortie de fonds. Ainsi pour Jean-Claude Juhel (1978), plusieurs motifs peuvent expliquer la détention de liquidités telsque : le motif de transaction, le motif de précaution, le motif de financement et le motif de spéculation. Ainsi ces quatre motifs permettent à l'entreprise de non seulement mener paisiblement ces activités à travers la satisfaction des besoins quotidiens, mais aussi de générer des plus values à travers les dépenses d'investissements avantageux ce qui vient bien évidemment augmenter la rentabilité de l'entreprise.

L'hypothèse 3 selon laquelle la liquidité de la firme impacte positivement sa performance financière est vérifiée.

#### *Opportunité de croissance et performance financière*

Comme attendu, le Taux de la Valeur Ajoutée (VCA) des sociétés influence positivement et significativement au seuil de 10% leur rentabilité financière. Ce résultat signifierait qu'un accroissement du taux de valeur ajoutée de l'entreprise de 1 point contribuerait à améliorer la performance financière de cette dernière de 0,19 point. Donc l'hypothèse est vérifiée. En effet, la valeur ajoutée est la richesse créée par l'entreprise qui permet de rémunérer les bénéficiaires de l'entreprise parmi lesquels nous avons le personnel ( sous forme de salaires, charges sociales, participation contractuelle au bénéfice), l'Etat (à travers les impôts et taxes minorés des subventions d'exploitations), les prêteurs (sous forme d'intérêt financiers), les actionnaires (sous forme de dividende) et en réserve. Ainsi, le poids de cette richesse créée dans le chiffre d'affaires de la société augmente, plus le résultat de la société a de forte chance d'augmenter et donc plus la rentabilité financière augmente.

L'hypothèse 4 selon laquelle plus la firme présente des opportunités de croissance, plus sa performance financière augmente est vérifiée.

#### *Profitabilité Economique et performance Financière*

La variable profitabilité de la société (Pf) est significative au seuil de 5% et présente un signe positif. Ce résultat suggère qu'une amélioration de la profitabilité de la société de 1% induirait un effet positif de 31% sur sa performance financière. Cet état de fait est conforme à notre hypothèse. En effet, l'excédent brut d'exploitation est un indicateur phare de la finance car

c'est le meilleur indicateur de la performance économique d'une entreprise du fait qu'il n'est pas pollué par les éléments de nature fiscale et financière. Plus ce taux augmente, plus la performance économique de la société augmente et par conséquent plus la performance financière augmente. En effet, il existe une relation linéaire, entre la performance économique et la performance financière.

L'hypothèse 5 selon laquelle il existe une corrélation positive entre profitabilité de la firme et sa performance financière est vérifiée.

#### *Utilisation optimale de l'actif et performance financière*

Le poids de l'actif dans le chiffre d'affaires ou l'inverse de la rotation de l'actif ( $Ic$ ) est significatif au seuil de 1%. Il impacte négativement la rentabilité financière de la société. Une variation à la hausse de 1 point de cette variable de l'entreprise détériore sa performance financière. Cela est conforme au résultat attendu. En effet, plus le poids de l'actif dans les ventes est élevé, cela voudrait dire que la société utilise beaucoup d'actifs pour générer un chiffre d'affaires faible. Or plus d'actifs traduit plus d'immobilisations, plus de BFR, plus de charges de personnels entre autres. Or la conséquence est que si le chiffre d'affaires est faible, la société aura du mal à couvrir ces charges d'exploitations surtout fixes (Charges de personnels, les dotations aux amortissements) et les charges financières qui sont aussi pour la plupart fixes.

Ainsi plus la société a beaucoup d'actifs, plus elle supporte beaucoup de charges fixes, plus elle est soumise à un risque économique très élevé et donc une forte possibilité de compresser son résultat et par conséquent sa rentabilité financière; sauf si elle génère assez de chiffre d'affaires.

L'hypothèse 6 selon laquelle une mauvaise utilisation de l'actif impacte négativement la performance financière de la firme est confirmée

#### **4.2.2. Discussions sur les résultats issus de la régression quantile**

Dans le tableau 5, il est consigné les résultats des estimations du modèle de régression quantile d'ordre 3. Il ressort de l'analyse de ce tableau que la « Trésorerie nette en jours de Chiffre d'Affaires Hors Taxes (TNJCA) » influence négativement la performance financière des sociétés cotées à la BRVM appartenant à la classe des 25% des performances financières les plus élevées. En effet, la variable « TNJCA » est significative à 1% et a un signe négatif. Ce qui signifie qu'en améliorant la trésorerie de ces sociétés de 1%, leur performance se

dégraderait de 0,0005 point. Cela est conforme à l'approche de la minimisation du volume de l'actif monétaire pour améliorer la rentabilité de l'entreprise. En effet, certaines classes d'entreprise sont susceptibles de générer beaucoup de stock de liquidité or cette liquidité oisive entraîne des coûts d'opportunités. Comme le dit l'adage, l'argent qui dort entraîne des frais financiers car cette liquidité est obtenue grâce à des fonds qui ont un coût pour l'entreprise. Ainsi la détention de stock de liquidité oisive de manière récurrente pour des raisons de sécurité ou autre entraîne un manque à gagner et par conséquent impact négativement la performance financière.

Par contre dans les tableaux 6 et 7, on constate que la Trésorerie nette en jours de chiffre d'affaires impact positivement sur la performance financière. Cela peut s'expliquer par le fait que les sociétés à performance financière moyenne n'ont pas tendance à générer et détenir des stocks de liquidités oisives et donc évitent le coût de l'argent qui dort. Cet état de fait de l'impact de la liquidité sur la performance financière sur la base des trois tableaux confirme les résultats de l'étude menée par M. A. El Ouazzani (2104, pp 243-248), où il montre que la déviation du niveau optimal de liquidité affecte négativement sur la performance financière.

On note que le poids de l'actif dans le chiffre d'affaires ( $I_c$ ) impact négativement aussi sur la performance financière au seuil de 1% des sociétés appartenant aux trois classes. Pour la classe des 25% des performances financières les plus élevées (régression quartile d'ordre 3) si ce ratio augmente de 1%, la performance financière des sociétés cotées à la bourse régionale des valeurs mobilières diminue de 28,88%. Pour la classe des 50% des performances financières moyennes (régression quartile d'ordre 2) si ce ratio augmente de 1%, la performance financière des sociétés cotées diminue de 18,61%. Pour la classe des 25% des performances financières les plus faibles (régression quartile d'ordre 1) si ce ratio augmente de 1%, la performance financière des sociétés cotées diminue de 8,7%, cela est conforme au résultat du modèle global. On constate que plus la société est dans la classe de performance financière faible, plus l'impact de cette variable s'atténue. Cela peut s'expliquer par le fait que la plupart des sociétés qui génèrent des chiffres d'affaires très faibles sont généralement des sociétés de petites tailles qui ne disposent pas généralement de beaucoup d'actif et par conséquent supportent moins de charges fixes. Ainsi même si le poids de l'actif dans le chiffre d'affaires augmente, leur performance financière en serait impactée mais de manière modérée que si la société disposait de beaucoup d'actifs et par conséquent beaucoup de charges fixes.



La variable profitabilité (Pf) impacte positivement au seuil de 1% sur la performance financière pour tous les trois classes de chiffre d'affaires :

Pour la classe des 25% des performances financières les plus élevés (régression quartile d'ordre 3) si ce ratio augmente de 1%, la performance financière des sociétés cotées augmente de 44,43 %,

Pour la classe des 50% des performances financières moyennes (régression quartile d'ordre 2) si ce ratio augmente de 1%, la performance financière des sociétés cotées augmente de 15,57%,

Pour la classe des 25% des performances financières les plus faibles (régression quartile d'ordre 1) si ce ratio augmente de 1%, la performance financière des sociétés cotées augmente de 20,71%

Les résultats de la régression quartile de cette variable est conforme au résultat du modèle global qui montre que le taux de profitabilité impact positivement sur la performance financière des sociétés cotées dans cette bourse.

La variable « VCA » qui est le taux de richesse créée par la société est significative au seuil de 1% et impact positivement sur la performance financière des sociétés appartenant à la classe des 25% ayant les performances financières les plus élevés et celle des 50% ayant les performances financières moyennes. Toute augmentation de 1% de ce ratio entraînerait respectivement un accroissement de 70% et 12% de la performance financière de ses sociétés. Pour les sociétés qui sont dans la classe des 25% des performances financières les plus faibles, cette variable n'est pas significative. Cela montre que les entreprises qui génèrent plus de chiffre d'affaires sont susceptibles de créer plus de richesse à travers la maîtrise des coûts de consommations intermédiaires et génèrent ainsi un plus grand supplément de richesse qui impact positivement sur la performance de la société.

Pour ce qui est de la variable taille (LnT), les résultats de la régression quartile sont conformes au résultat du modèle global. La taille impact positivement sur la performance financière de l'ensemble des sociétés cotées. Plus la société est de grande taille, plus sa performance financière augmente. La régression quartile par classe de performances financières est la suivante :

Pour la classe des 25% des performances financières les plus élevés (régression quartile d'ordre 3) si ce ratio augmente de 1%, la performance financière des sociétés cotées à la BRVM augmente de 6,15 %,

Pour la classe des 50% des performances financières moyennes (régression quartile d'ordre 2) si ce ratio augmente de 1%, la performance financière des sociétés cotées à la BRVM augmente de 6,06%

Pour la classe des 25% des performances financières les plus faibles (régression quartile d'ordre 1) si ce ratio augmente de 1%, la performance financière des sociétés cotées à la BRVM augmente de 2,10%.

Plus la taille augmente, plus la productivité de la firme augmente et plus sa performance augmente.

Pour la variable taux d'endettement (Txe), elle n'est pas significative pour les classes des 25% de chiffre d'affaires les plus élevés et les 25% des performances financières les plus faibles. Ce qui est conforme au résultat du modèle global (l'endettement n'a aucun impact sur la performance financière de la société). Par contre pour les classes des 50% des performances financières moyennes, l'endettement impacte positivement au seuil de 5% sur la performance financière de ces sociétés. Berger et Bonaccorsi (2006), Margaritis et Psillaki (2007), Margaritis et Psillaki (2010), avaient trouvé le même résultat. Cela est aussi conforme à la théorie d'agence qui stipule que sans dette contractée, les dirigeants ne prendraient pas des décisions dans l'intérêt des actionnaires mais plutôt dans leur propre intérêt. Selon Jensen et Meckling 1976, l'endettement est une nécessité voire une condition fondamentale pour gérer les conflits d'intérêts entre Dirigeants et actionnaires. A travers la levée de dettes, les dirigeants sont obligés de procéder à une optimisation des investissements, à un sacrifice supplémentaire pour maintenir la société sur la bonne voie pour ne pas ternir leur image de dirigeant incompetent.

## **5. Conclusion**

Cet article avait pour objectif d'étudier les déterminants de la performance financière en utilisant une régression linéaire et une régression quantile sur dix-huit (18) sociétés cotées à la BRVM sur la période allant de 2011 à 2016 soit 108 observations. Les résultats de l'étude montrent que la régression linéaire cache certaines informations qui peuvent fausser le jugement des tiers (investisseurs, actionnaires, dirigeants des sociétés...). Dans cette régression, le raisonnement étant fait en termes de moyenne ne permet pas de faire ressortir l'effet singularité. A titre d'exemple, la variable liquidité qui impacte positivement la performance financière des sociétés cotées à la BRVM avec cette régression linéaire n'a pas été confirmée avec la régression quantile où on remarque que pour certaines classes de

sociétés, cette variable impacte négativement la performance financière ; alors que pour d'autres classes de sociétés, elle n'a aucun impact sur la performance financière.

Ainsi, si l'on se basait sur cette régression linéaire, on aurait tendance à affirmer que plus la société est liquide, plus elle performante financièrement. Ainsi certains investisseurs seraient poussés à investir leur fond dans les sociétés les plus liquides. Ce qui n'est pas le cas pour certaines classes de sociétés. Cet article invite les gestionnaires (dirigeants, analystes crédit, investisseurs...) à être prudent dans l'utilisation des normes liées aux ratios financiers. Notre étude montre sans aucune dichotomie que la taille, l'opportunité de croissance et la Profitabilité économique impactent positivement la performance financière des sociétés cotées à la BRVM. Par contre, l'inefficacité dans l'utilisation de l'actif impacte négativement la performance financière des sociétés cotées à la BRVM. La structure du capital quant à elle n'a aucun impact sur la performance financière de ces sociétés. D'autres études pourraient être appliquées à l'ensemble des sociétés cotées à la BRVM en trouvant des proxys pour intégrer les sociétés du secteur finance (Banque, sociétés assurances...). Il serait aussi possible de mener la même étude sur les sociétés non cotées à la BRVM, ce qui pourrait permettre de faire une étude comparative sur les déterminants de la performance financière des sociétés cotées et des sociétés non cotées.

### **Bibliographie**

Adjaoud, F., Zeghal, D., Andaleeb, S. (2007), «The Effect of Board's Quality on Performance: a study of Canadian firms », Journal compilation Volume 15 Number 4 July.

Andre, P., Schiell, E. (2004), « Systèmes de gouvernance, actionnaires dominants et performance future des entreprises», Finance Contrôle Stratégie – Volume 7, N° 2, juin, p. 165 – 193.

BARTOLI, A. (1997), Le management des organisations publiques, Dunod, Paris, page 78

Ball, R.J. (2008), « Daimler-Benz (Daimler-Chrysler) AG: Evolution of Corporate Governance From a Code-Law "Stake-holder" to a common-law "Shareholder Value System », Graduate School of Buiness, University of Chicago.

Bauer, R., Frijns B., Otten R. et Tourani-Rad, A. (2008), « The impact of corporate governance on corporate performance: evidence from Japan », *Pacific-Basin Finance Journal*, n°16, p 236-251.

Barneto, P., Gregorio, G. (2008), *FINANCE 2<sup>ème</sup> Edition*, Page 186

Brown, L.D., Caylor, M. (2006), « Corporate Governance and Firm Valuation. *Journal of Accounting and Public Policy* 25 », 409-134

Berger, A., Di Patti B. (2006), « Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry », *Journal of Banking & Finance*, 30: 1065- 1102.

Ben Cheikh, S., et Zarai, M, A. (2008), « Impact of Managerial Power And The Personal Characteristics of Ceo on The Performance Case of The Tunisian Companies ».

Bohren, O., Odegaard, B.A, (2001), « Corporate governance and economic performance in Norwegian listed firms ».

Brown, L. D., Caylor M. L., (2004), « Corporate Governance and Firm Performance », Working Paper, Georgia State University, p 29

Beranek, W. (1963), *Analysis for financial decisions*, IRWIN, 5<sup>ème</sup> Edition.

Brealey, R. & Myers, S. (2003), *Principes de Gestion Financière*, 7<sup>ème</sup> Edition, P 920-921

Descarpentries, J.M, Korda.P (2007), *L'entreprise réconciliée ; comment libérer son potentiel économique humain* » Edition page 56

Durnev, A., Kim, E. Hergly. (2003). « To steal or not to steal: Firm attributes, Legal environment, and valuation. Current Draft », September 22, 2003

Eya, N. (2008), « Impact de la gouvernance et de l'audit sur la performance de l'entreprise », May, France

Fama, E., French K.R., (1988), « Taxes, Financing Decision and Firm Value », *Journal of Finance*, 53, juin , pp 819-843

Gompers, P. A., Ishii J.L. et Metrick A., (2003) , « Corporate Governance and Equity Prices », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n°1, Février, p. 1.

Jean-Claude, J. (1978), *Gestion optimale de la trésorerie des entreprises*, Gestion et management. Université Nice Sophia Antipolis, Français. P 70

Jean-Claude, T. (1998), *Evaluation de l'entreprise*

Jonathan, B. et Peter, D. (2004), *Finance d'Entreprise*, P 50

Lebas, M. (1995), « Le concept de performance », *Revue Travail* n°34, page 137

Lehmann, E., weigand, J. (2000), «Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany», *European Finance Review* 4, 157–195, 2000. 2001 Kluwer Academic Publishers. Printed in the Netherlands.

Manel, K., Hanen, G., (2011), « Effet des mécanismes de gouvernance sur la performance financière et boursière : Cas des entreprises canadiennes ». *Comptabilités, économie et société*, May, Montpel- lier, France. pp.cd-rom. hal-00650537

Margaritis, D., Psillaki M., (2010), « Capital structure, equity ownership and firm performance », *Journal of Banking & Finance*, 34: 621- 632.

Miller, M.H., (1977), « Debt and taxes, *Journal of finance* », Volume 32, n° 32, p. 261-275.

Modigliani, F., Miller, M.H., (1958) « The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment », *American Economic Review*, 48, juin , pp. 261-297

Morin, E.M., Savoie, A., Beaudoin, G. (1994), *L'efficacité de l'organisation : Théories, représentations et mesures*, Edition Gaétan Morin éditeur, page 7

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.

Olivero, B., Luu, P. ; Seffar, M., (2019), « dynamique de la notation et performance financière de l'entreprise », Hal-02307764

Omri, M.A. (2002), « Rôle des Investisseurs Institutionnels et Performances des Entreprises Tunisiennes », CAFRAD.

Otley, D. (1999), « Performance management: a framework for management control systems research », *Management accounting research*, 10, p. 363-382.

Ouazzani, M.A.E., (2014), « La décision de détention d'actifs liquides : motivations et conséquences : le cas des entreprises cotées au SBF 250. Gestion et management », Université de Bordeaux, Français, P 243-248.

Peter, K. Shapiro, D., Young, J. (2005). « Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: the Canadian Evidence, *Corporate Governance* », vol. 13, n°6, p. 769-784.

Rachid E., (2014) : "Dossiers de Recherches en Economie et Gestion: Numéro spécial"

Rao, N. V., AL-Yahyee K. H. M. et Syed L. A. M. (2007), « Capital structure and financial performance: evidence from Oman », *Indian Journal of Economics and Business*, 7: 1-14.

Rocher, B.M. (1995), *Le diagnostic financier en 6 étapes et applications corrigées*, Edition des org. P.174

Sogbossi Bocco B, (2010), « perception de la notion de performance par les dirigeants de petites entreprises en Afrique, » *Revue des Sciences de Gestion, Direction et Gestion* n° 241 – Organisation P 3.

**REVUE OUEST AFRICAINE DE SCIENCES ECONOMIQUES ET DE GESTION**

**ROASEG**

Etude des déterminants de la performance financière des Sociétés Cotées à la  
Bourse Régionale des Valeurs Mobilières

**DEH Amon Aniké**

**Volume 14 n°1 Janvier 2021**



**Faculté des Sciences Economiques  
Et de Gestion  
Université Cheikh Anta Diop**