

Propriété étrangère, investissement et performance des entreprises en Afrique : cas du Cameroun
Foreign Ownership, Investment and Performance of Enterprises in Africa: Case of Cameroon
Propiedad extranjera, inversión y rendimiento de empresas en África: El caso de Camerún

Michel Bertrand Cyrille Onomo, Marius Ayou Bene et François Seck Fall

Volume 23, numéro hors-série, 2019

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/1068542ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/1068542ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

HEC Montréal
Université Paris Dauphine

ISSN

1206-1697 (imprimé)
1918-9222 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

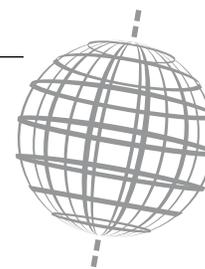
Citer cet article

Onomo, M. C., Ayou Bene, M. & Fall, F. S. (2019). Propriété étrangère, investissement et performance des entreprises en Afrique : cas du Cameroun. *Management international / International Management / Gestión Internacional*, 23, 159–171. <https://doi.org/10.7202/1068542ar>

Résumé de l'article

Cet article analyse le lien entre propriété étrangère, investissement et performance des entreprises dans un contexte subsaharien, à partir d'un échantillon de 168 entreprises camerounaises sur la période 2007 à 2009. Ce lien est estimé à l'aide d'un modèle à équations simultanées qui, en présence d'un problème d'endogénéité, donne des résultats plus robustes que les modèles usuels. Les résultats montrent que la participation étrangère agit négativement sur la rentabilité des actifs et positivement sur l'investissement. Toutefois ce lien n'est pas linéaire : au-delà de 25 %, la participation étrangère agit positivement sur la rentabilité des actifs et négativement sur l'investissement.

Propriété étrangère, investissement et performance des entreprises en Afrique : Cas du Cameroun



Foreign Ownership, Investment and Performance of Enterprises in Africa: Case of Cameroon

Propiedad extranjera, inversión y rendimiento de empresas en África : El caso de Camerún

CYRILLE MICHEL
BERTRAND ONOMO
ESSEC de l'Université de Douala

MARIUS AYOU BENE
ESSEC de l'Université de Douala

FRANÇOIS SECK FALL
LEREPS, Université de Toulouse,
CRES (Dakar)

RÉSUMÉ

Cet article analyse le lien entre propriété étrangère, investissement et performance des entreprises dans un contexte subsaharien, à partir d'un échantillon de 168 entreprises camerounaises sur la période 2007 à 2009. Ce lien est estimé à l'aide d'un modèle à équations simultanées qui, en présence d'un problème d'endogénéité, donne des résultats plus robustes que les modèles usuels. Les résultats montrent que la participation étrangère agit négativement sur la rentabilité des actifs et positivement sur l'investissement. Toutefois ce lien n'est pas linéaire : au-delà de 25 %, la participation étrangère agit positivement sur la rentabilité des actifs et négativement sur l'investissement.

Mots-Clés: Propriété étrangère, Investissement, Performance financière

ABSTRACT

This paper analyzes the relationship between foreign ownership, investment and firms performance in a Sub-Saharan context, based on a sample of 168 Cameroonian firms in the period 2007-2009. To control for the endogeneity issue revealed by our analysis, we estimate a simultaneous equations model that is known to give more robust results than usual models. We find that foreign ownership has a negative effect on firm's assets return, while positively related to investment. However, the results show a non-linear relationship: when foreign equity is above 25%, foreign ownership is positively related to assets return, and negatively related to investment.

Keywords: Foreign ownership, Investment, Financial performance

RESUMEN

Este artículo analiza el enlace entre propiedad extranjera, inversión y rendimiento de empresas en el contexto subsaharien, a partir de una muestra de 168 empresas camerunesas en el periodo de 2007 a 2009. Este enlace es estimado mediante un modelo a ecuaciones simultáneas que, frente a un problema de endogenidad, da los resultados más fiables que los modelos usuales. Los resultados comprueban que la participación extranjera actúa negativamente sobre la rentabilidad y positivamente en la inversión. Ahora bien, este enlace no es lineal: más allá del 25%, la participación extranjera actúa positivamente sobre la rentabilidad y negativamente sobre la inversión.

Palabras Clave: Propiedad extranjera, inversión, rendimiento financiero

La structure de propriété constitue un objet de recherche fort intéressant en finance, dans la mesure où elle détermine l'efficacité organisationnelle des entreprises (Demsetz et Villalonga, 2001). Le lien entre la propriété et la performance de l'entreprise est l'un des champs de recherche les plus investis dans cette littérature (Lin et Fu, 2017; Ducassy et Guyot, 2017). Les travaux dans cette veine ont généralement tenté de déterminer l'impact de la nature de la propriété sur la performance de l'entreprise, en opposant propriété privée et propriété publique, dispersion et concentration de l'actionnariat, ou encore propriété étrangère et propriété domestique, etc. Quelques faits stylisés marquent néanmoins cette littérature sur le lien entre propriété et performance. La propriété privée, par exemple, est souvent présentée comme la forme supérieure de propriété (Demsetz, 1983), du fait de sa forte influence sur la performance des entreprises (Demsetz et Lehn, 1985). D'autres attributs comme la dispersion de la propriété (Berle et Means, 1932) ou la propriété managériale (Jensen et Meckling, 1976) expliquent les différences de performance entre les entreprises.

Toutefois, le débat sur la relation entre propriété et performance est marqué par les réalités contextuelles du moment. Dans les décennies qui ont suivi le consensus de Washington, ce débat a été davantage axé sur l'opposition entre propriété privée et propriété publique. Les travaux empiriques mis en œuvre ont eu pour objectif d'affirmer la supériorité ou non du modèle néolibéral. Dans le contexte actuel de mondialisation et de développement des IDE, le lien entre propriété étrangère et performance a revêtu une importance majeure.

Un nombre foisonnant de travaux a été conduit sur la relation entre l'origine de la propriété et la performance des entreprises (Aitken et Harrison, 1999; Barbosa et Louri, 2003). Toutefois, cette littérature concerne très peu le contexte africain où l'on enregistre une frange non négligeable d'entreprises d'origine étrangère (Coniglio *et al*, 2014; Andow et Bature, 2016). L'intérêt d'une telle analyse est pourtant manifeste dans nombre de pays africains où les pouvoirs publics ont défini une politique active de promotion des investissements étrangers. C'est le cas au Cameroun, où l'état depuis quelques années, a entrepris un vaste chantier de promotion des investissements étrangers.

Malgré l'absence de preuves empiriques solides et convergentes, les entreprises étrangères sont souvent considérées comme étant plus performantes (Ramachandran et Shah, 2000; Barako et Tower, 2007; Uwalmwa et Olamide, 2012; Ng'ang'a, 2017). Au Cameroun, le classement des plus grandes entreprises africaines publié par le magazine Jeune Afrique économique révèle que, les meilleures entreprises du pays sont en majorité étrangères. Sur les 7 et 9 entreprises camerounaises figurant dans ce classement, respectivement en 2013 et 2014, 5 et 6 sont largement détenues par les étrangers¹. Ce constat conduit à supposer la supériorité de la propriété étrangère sur la propriété locale, en absence d'étude de validation des faits. Les preuves factuelles solides sur le sujet contribueraient pourtant guider les politiques et les managers dans leurs stratégies par rapport aux investisseurs étrangers.

L'objectif de cet article est d'analyser empiriquement la relation entre propriété étrangère, investissement et performance de l'entreprise au Cameroun. La question principale est de savoir s'il existe des différences significatives de performance entre les entreprises selon le pourcentage de participation des étrangers dans le capital. Nous utilisons un échantillon de 168 entreprises camerounaises sur la période 2007-2009 et nous estimons un modèle à équations simultanées afin de déterminer l'influence de l'origine de la propriété respectivement sur l'investissement et sur la performance de l'entreprise.

Cette recherche apporte un éclairage certain sur ce lien dans le contexte africain. Dans ce qui suit, nous discutons d'abord du lien entre l'origine de la propriété, l'investissement et la performance de l'entreprise, à travers une revue des travaux existants. Nous exposons ensuite la méthodologie adoptée ainsi que les données utilisées. Enfin, nous présentons et discutons les résultats de la recherche.

Propriété étrangère, investissement et performance de l'entreprise : Une revue des écrits

La relation entre propriété, investissement et performance a été discutée dans la littérature dans une perspective théorique multiple (Mukhopadhyay et Chakraborty, 2017). Les théories de l'agence, des asymétries d'information et de la dépendance aux ressources sont les plus mobilisées (Jiang *et al*, 2011). En prenant appui sur ces théories et sur les travaux empiriques, nous tentons de mettre en évidence la relation entre la propriété étrangère, l'investissement et la performance des entreprises dans le contexte africain.

PROPRIÉTÉ ÉTRANGÈRE ET DYNAMIQUE DE L'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES

La propriété étrangère semble plus favorable à la dynamique de l'investissement des entreprises. La théorie de la dépendance aux ressources nous donne une bonne perspective d'analyse du lien entre la propriété étrangère et l'investissement de l'entreprise. Pour pallier les contraintes qui caractérisent son environnement, l'entreprise doit mobiliser des ressources critiques. A cet effet, elle intègre en son sein des acteurs qui détiennent ces ressources et leur cède en échange le pouvoir d'exercer un contrôle sur ses activités (Pfeffer et Salancik, 2003).

La problématique des ressources critiques se pose avec acuité dans les pays en développement. Dans ce contexte, les entreprises connaissent un fort rationnement de crédit bancaire et les ressources financières dont elles dépendent considérablement déterminent la réalisation de leurs investissements (Harrison *et al*, 2004). Face à un accès difficile au crédit pour les entreprises (Seca-Assaba, 1998), les actionnaires étrangers peuvent favoriser la mobilisation des ressources financières et la réalisation des investissements. Ainsi, celles ayant un fort actionnariat étranger sont peu sujettes aux problèmes de financement et peuvent plus aisément réaliser leurs plans d'investissement. Par ailleurs, les multinationales qui intègrent la propriété des entreprises dans ces pays par des approches diverses (Beamish et Banks, 1987), facilitent leur accès au marché international des capitaux (Chari *et al*, 2009). La propriété étrangère est alors associée à une amélioration des équipements de production de l'entreprise (Perez-Gonzalez, 2005).

La supériorité de la propriété étrangère est aussi mise en évidence à la lumière de la théorie des asymétries d'information (Chen *et al*, 2017). Dans le contexte africain, cette théorie est mobilisée pour justifier la frilosité des banques à financer des entreprises locales. En situation d'asymétrie d'information, les entreprises sont contraintes en matière de financement. Mais la présence des actionnaires étrangers en leur sein peut permettre de mitiger ce problème. Ces derniers diminuent l'ampleur de l'asymétrie d'information entre l'entreprise et les intermédiaires financiers, et favorisent ainsi son accès au financement externe à faible coût pour les investissements (Koo et Maeng, 2006).

A partir d'une étude sur des entreprises japonaises, Mian et Nagata (2015) établissent une relation positive entre la propriété étrangère et l'investissement. La participation étrangère est associée positivement aux dépenses en capital et en recherche et développement. Pour Farla (2013), la relation entre la propriété étrangère et l'investissement est fortement tributaire des caractéristiques du système juridico-légal dans le pays de localisation de l'entreprise. Les entreprises à propriété étrangère investissent plus dans les pays où les droits de propriété sont fortement protégés et la corruption davantage maîtrisée. Dans les pays en développement avec des institutions peu « robustes », les entreprises étrangères enregistrent un faible ratio investissement sur chiffre d'affaires. Dans l'optique des théories des asymétries d'information et de la dépendance aux ressources, nous faisons l'hypothèse que la propriété étrangère a un impact positif sur le niveau des investissements des entreprises au Cameroun. Les investisseurs étrangers sont à même de fournir des ressources critiques nécessaires aux investissements et sont plus aptes à réduire les asymétries d'information qui contraignent les entreprises au plan du financement.

PROPRIÉTÉ ÉTRANGÈRE ET PERFORMANCE FINANCIÈRE DES ENTREPRISES

Dans la perspective des théories de l'agence et des asymétries d'information, les actionnaires étrangers permettent d'améliorer la performance financière de l'entreprise. Dans le cadre d'une relation d'agence entre actionnaires et dirigeants, des conflits d'intérêts peuvent occasionner des coûts d'agence (Jensen et

1. Ces informations sont tirées des hors-séries du magazine Jeune Afrique économique d'avril 2014 et de mars 2013.

Meckling, 1976) et affecter la rentabilité de l'entreprise. Une solution à ce problème consiste à aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires. Une autre solution réside dans la surveillance accrue des dirigeants par les actionnaires. Dans cette seconde perspective, les actionnaires étrangers peuvent renforcer la surveillance des dirigeants et réduire les coûts d'agence, notamment en encourageant une indépendance du conseil d'administration (Ahmed et Iwasaki, 2015).

Dans la plupart des pays en développement, les mécanismes de contrôle sont peu opérationnels et la gestion des entreprises est plus permissive. De ce fait, les dirigeants peuvent être incités à prendre des décisions qui maximisent leurs seuls intérêts. Dans ce contexte, la présence d'investisseurs étrangers dans l'actionnariat peut être salutaire. Ces derniers contrôlent fortement l'entreprise pour protéger leurs intérêts, ce qui permet de renforcer la qualité de sa gouvernance et sa performance (Hideaki et Takaaki, 2015).

Les actionnaires étrangers peuvent également améliorer la performance de l'entreprise par le canal de l'information. En situation d'asymétries d'information entre dirigeants et actionnaires, les premiers en poursuivant leurs seuls intérêts, peuvent prendre des décisions qui compromettent la rentabilité de l'entreprise. Dans les pays africains où ces problèmes d'information sont très importants, certains travaux ont estimé que la présence d'investisseurs étrangers peut les mitiger (Chen *et al*, 2017). Ces derniers, du fait de leur grande expérience en matière d'investissement, ont plus de capacité à collecter et à traiter l'information, ce qui permet de réduire les asymétries d'information (Chen *et al*, 2017) et d'améliorer la performance des entreprises (Aggarwal *et al*, 2011).

A partir d'une étude au Venezuela, Aitken et Harrison (1999) montrent que la proportion de participation étrangère dans le capital est positivement reliée à la productivité des entreprises. En s'appuyant sur le cas mexicain, Perez-Gonzalez (2005) montre que le contrôle d'une entreprise locale par une multinationale étrangère conduit à une forte amélioration de la productivité des facteurs de production. Dans les marchés émergents, l'acquisition d'une entreprise locale par une autre provenant d'un pays développé, favorise l'accroissement de leurs capitalisations boursières respectives (Chari *et al*, 2004). D'autres travaux montrent que la propriété étrangère influence positivement la performance de l'entreprise en Turquie (Guner, 2015), en Malaisie (Ting *et al*, 2016), au Japon (Mian et Nagata, 2015), en Australie (Mishra, 2014), etc.

Toutefois, l'influence de la propriété étrangère sur la performance des entreprises est tributaire de la mesure de performance utilisée. A partir d'une étude des entreprises acquises aux Etats-Unis par celles provenant des pays émergents, Chari *et al* (2009) montrent qu'elles connaissent certes une amélioration de la profitabilité, mais elles enregistrent en revanche une baisse des ventes et de l'effectif des employés comparativement aux entreprises locales.

Aussi, l'analyse de la supériorité de l'entreprise étrangère sur l'entreprise locale doit prendre en compte le temps. Les entreprises connaissent une croissance de la productivité après leur acquisition par de multinationales étrangères (Petkova, 2008). Mais avec le temps, du fait de l'imitation et de la compétitivité, elles peuvent perdre leur avantage sur la réalisation de fortes

performances (Javorcik, 2004; Amendolagine *et al*, 2012; Farole et Winkler, 2014). Le contrôle d'une entreprise par une société mère étrangère conduit à un rendement anormalement positif quelques temps après l'événement. Mais dans le long terme, la propriété étrangère n'a pas d'influence sur la performance de l'entreprise (King et Santor, 2008). En Inde, Petkova (2009) trouve qu'il n'y a pas de différence significative de performance entre les entreprises étrangères et les entreprises locales dans le court terme. Mais dans le long terme, les premières connaissent une amélioration de leur productivité.

Pour Bellak (2004), il y a une différence de performance entre les entreprises étrangères et les entreprises locales en termes de productivité, de profitabilité, de technologie, de salaires, de compétences du personnel et de croissance. Mais cette différence est faiblement expliquée par la propriété étrangère de ces entreprises. Elle dépend davantage des actifs spécifiques de l'entreprise et de ses caractéristiques comme la taille, le secteur d'activité, etc. Dans le contexte chinois, la propriété étrangère n'explique pas la performance des entreprises (Wang et Wang, 2014).

En Afrique, après les privatisations en Egypte, les entreprises dans lesquelles l'Etat a maintenu ses parts de propriété, ont connu une amélioration de leur performance. En revanche au Maroc, les changements de la profitabilité des entreprises ont été reliés négativement à la propriété publique et positivement à la propriété étrangère (Ben Naceur *et al*, 2007). Dans une autre étude menée en Egypte, Azzam *et al* (2013) trouvent un lien positif entre la propriété étrangère et les mesures de la performance financière. A partir d'une étude menée sur des entreprises au Ghana, au Kenya et au Zimbabwe, Ramachandran et Shah (2000) montrent que la propriété étrangère influence positivement la valeur ajoutée uniquement dans les entreprises détenues largement par les étrangers. Dans une autre étude portant sur 19 pays d'Afrique subsaharienne, Foster-McGregor *et al* (2015) établissent un effet positif de la propriété étrangère sur la performance des entreprises. En s'intéressant aux banques kenyanes, Barako et Tower (2007) établissent un lien positif entre la propriété étrangère et la performance de ces entités. Dans le même contexte, Ng'ang'a (2017) aboutit à des résultats similaires sur les entreprises cotées. Au Nigeria, Uwalomwa et Olamide (2012) trouvent que la propriété étrangère influence positivement la performance des entreprises. A contrario, Andow et Bature (2016) établissent un lien négatif entre la propriété étrangère et la performance des entreprises. Ainsi, les résultats des études sur la relation entre la propriété étrangère et la performance semblent controversés en Afrique, bien qu'un grand nombre de celles-ci établissent un lien positif. Sur la base de la discussion ci-dessus, nous faisons ici l'hypothèse que la propriété étrangère a un impact positif sur la performance financière de l'entreprise au Cameroun.

Toutefois, depuis l'article de Demsetz et Lehn (1985), il est affirmé une endogénéité dans la relation entre la structure de propriété et la performance des entreprises. Certaines études à l'instar de Douma *et al* (2006) utilisent la régression linéaire multiple pour estimer cette relation. Cependant, la propriété étrangère peut être associée à la performance, du fait qu'elle accroît la surveillance sur le dirigeant. Ce lien peut être simplement expliqué par le fait que les investisseurs étrangers choisissent d'investir dans les entreprises avec de meilleures

performances (Ahmed et Iwasaki, 2015). Donc, de telles analyses présentent des limites puisqu'il existe une relation de causalité inversée entre ces variables. Pour pallier l'endogénéité, d'autres études comme Andow et Bature (2016), ou Hideaki et Takaaki (2015) ont insisté sur les équations simultanées. Les équations simultanées sont de ce fait devenues l'approche d'analyse la plus utilisée pour l'étude de la relation entre structure de propriété et performance des entreprises. Nous faisons également l'hypothèse que la propriété étrangère est à son tour influencée par la rentabilité et les investissements réalisés dans l'entreprise.

Dans le contexte camerounais, une réelle étude de l'effet de la propriété étrangère sur l'investissement et sur la performance des entreprises n'a pas encore été menée. Toutefois, pour booster la compétitivité des entreprises et de l'économie, le développement des investissements et de l'épargne, il a été adopté le code des investissements de 1990 avec comme but de favoriser, entre autres éléments, la promotion de la participation des nationaux dans le capital des entreprises. En effet, ce code accordait des avantages aux entreprises ayant un minimum de pourcentage de participation des investisseurs locaux dans leur capital². La charte des investissements de 2002 et plusieurs autres textes de loi³ vont éliminer les discriminations que connaissaient les entreprises fortement détenues par les étrangers. La stratégie de privatisation conduite par l'Etat dès le début des années 1990 va encourager une forte participation des étrangers dans les entreprises camerounaises. Entre 1991 et 2001, le pays a enregistré 48 opérations de privatisation avec une cession des parts de l'Etat dans les entreprises d'environ 28 % (Nellis, 2005). Cependant, la participation des étrangers dans les entreprises au Cameroun est prégnante dans les secteurs pétrolier, de la télécommunication (principalement la téléphonie mobile), de l'électricité, de la banque, etc. (Kum, 2009).

Données et spécification du modèle

LES DONNÉES

Les données utilisées dans ce travail proviennent de l'Institut National de Statistiques du Cameroun (INS) et ont permis d'apprécier la situation financière des entreprises concernées, par le calcul des ratios généralement utilisés dans la littérature (Charitou *et al.*, 2004). Elles portent sur les bilans comptables de fin d'exercice et les comptes de résultat de 185 entreprises camerounaises, appartenant à plusieurs secteurs d'activités, sur la période 2007-2009. Par ailleurs, l'échantillon final de 168 entreprises qui a servi aux analyses⁴ est constitué de grandes et de petites et moyennes entreprises (PME), d'entreprises avec une participation étrangère inférieure à 25 % (entreprises sans contrôle des étrangers) et d'entreprises avec une participation supérieure à 25 % (entreprises sous le contrôle des étrangers).

Les variables utilisées dans cette étude ont été identifiées pour satisfaire un double objectif : le premier étant d'apprécier la relation entre structure de propriété, performance et

investissement; le deuxième étant d'établir un lien entre ces concepts et un ensemble de ratios financiers permettant d'appréhender la santé financière de l'entreprise.

Dans les approches traditionnelles d'analyse de la propriété étrangère, celle-ci est mesurée par une variable binaire. Dans l'étude de Yudaeva *et al.* (2003), cette variable prend la valeur 1 si la part de capital détenue par les étrangers est supérieure à 10 % et 0 dans le cas contraire. Mais cette approche est inappropriée pour une comparaison des niveaux différents de propriété étrangère (Azzam *et al.*, 2013). Pour corriger cette limite, un grand nombre d'études (Aitken et Harrison, 1999; Andow et Bature, 2016; Ahmad et Iwasaki, 2015...) capturent la propriété étrangère par la part de capital, en pourcentage, détenue par les actionnaires étrangers. C'est cette dernière mesure qui est retenue dans le cadre de ce travail.

La performance renvoie à deux aspects reliés : l'un lié à l'action et porte sur la réalisation des profits, et l'autre lié à la position de l'entreprise par rapport à la concurrence (Connor, 1996). Dans sa dimension financière, la performance se rattache à l'efficacité managériale des ressources financières et est principalement appréciée par la rentabilité de l'entreprise (Chenhall et Langfield-Smith, 2007). L'essentiel des travaux sur la relation entre la propriété étrangère et la performance, mesurent la performance financière par le Q de Tobin (Douma *et al.*, 2006; Ahmed et Iwasaki, 2015) et le ratio de rentabilité économique (Azzam *et al.*, 2013; Guner, 2015; Ben Naceur *et al.* 2007). Au Cameroun, très peu d'entreprises sont cotées en bourse. Par conséquent, il est difficile d'utiliser le Q de Tobin comme mesure de la performance. C'est pourquoi dans cette étude, seul le ratio de rentabilité économique a été utilisé comme indicateur de la performance.

D'une manière générale, l'investissement se définit comme l'acquisition d'un bien durable. En analysant le lien entre propriété étrangère et investissement, Koo et Maeng (2006) utilisent les dépenses en capital de la période comme mesure de l'investissement. Farla (2013) utilise plutôt le ratio montant des investissements sur montant du chiffre d'affaires. Bergman et Johansson (2011) utilisent une variable qui prend la valeur -1 lorsqu'il y a investissement avant acquisition de l'entreprise par les investisseurs étrangers, la valeur 0 lorsqu'il n'y a pas d'investissement avant et après l'acquisition, et la valeur 1 lorsqu'il y a investissement après l'acquisition. Dans cette étude, pour mieux comparer les niveaux différents d'investissement, nous utilisons le taux de croissance des investissements.

Les variables exogènes sont des ratios financiers qui permettent d'apprécier la structure financière, le niveau d'endettement, la liquidité, la solvabilité, etc. De plus, la performance d'une année est tributaire des performances des années antérieures. Cela relève de la continuité de l'exploitation, d'où l'introduction de variables retardées de la performance calculées en rapportant la différence entre la performance d'une année et celle de l'année précédente sur la performance de l'année précédente. Les différentes variables utilisées sont résumées dans le tableau ci-dessous :

2. Pour bénéficier des avantages du régime de PME, une participation des camerounais dans le capital de l'entreprise ou d'une personne morale de droit camerounais d'au moins de 35 % est requise (Ordonnance No 90/007 du 08 Novembre 1990 portant code des investissements au Cameroun).

3. Loi n° 2002/004 du 19 avril 2002 relative à la Charte sur les investissements en République du Cameroun, Loi n° 2004-20 du 22 juillet 2004, l'ordonnance n° 2009-001 du 13 mai 2009, et d'autres codes sectoriels.

4. A partir des résultats obtenus de ces calculs, il a été possible de nettoyer la base de données en supprimant les entreprises qui présentaient plusieurs données manquantes, et dont les ratios financiers n'étaient pas renseignés. De plus, les entreprises présentant des valeurs extrêmes sur plusieurs ratios ont également été supprimées.

TABLEAU 1
Les variables de l'étude

Variables de l'étude		
Code	Intitules des variables	Méthode de calcul
ROA	Ratio de rentabilité économique	Résultat d'exploitation/Total actifs
foreignshares	Pourcentage du capital de propriété étrangère	Actionariat étranger/actionariat total
delta_invest	Variation des investissements par rapport à l'année précédente	(invest à t - invest à t-1)/investissement à t-1
taille	Taille de l'entreprise	log(Total actifs)
managementqlty	Qualité du management	Charges d'exploitation/Total actifs
struct_cap	Ratio de structure du capital	Capitaux propres/Capitaux permanents
liquidit_rduite	Ratio de liquidité réduite	(Actif circulant - Stocks)/Passif circulant
tdta	Ratio de solvabilité générale	Total Dettes/Total Actifs
cata	Ratio de rotation de l'actif	Chiffre d'affaires/Total actifs
ebeca	Marge d'excédent brut d'exploitation	EBE/Chiffre d'affaires
bfrfr	Ratio de couverture du besoin en fond de roulement	BFR/FR
dltcapper	Ratio de structure	Dettes Long-Moyen terme/Capitaux permanents
capproprestdettes	Ratio d'autonomie financière	Capitaux propres/Total dettes
pnctotalai	Ratio de fonds de roulement	Passif non circulant/Actif immobilisé
acpc	Ratio de liquidité générale	Actif circulant/Passif circulant
chargesfica	Poids des charges financières	Charges financières/Chiffre d'affaires
delta_caf	Variation capacité autofinancement par rapport à l'année précédente	(CAF à t - CAF à t-1)/CAF à t-1

NB : sont également considérées les variables retardées à t-1 (jusqu'à t-3 pour le ROA) des variables de base ci-après: ROA, cata, struct_cap, liquidit_rduite, managementqlty, tdta, capproprestdettes, pnctotalai, acpc, dltcapper, chargesfica.

L'échantillon est constitué à hauteur de 53,57 % de PME dont l'effectif des employés est au plus égal à 100, et de 47,62 % d'entreprises dans lesquelles la participation étrangère est inférieure à 51 %. Le rendement moyen des actifs (ROA) est de 7,1 %. Dans les PME, le ROA moyen est de 4,35 % alors qu'il est de 10,27 % dans les grandes entreprises. Dans les PME sous le contrôle des étrangers (soit 47 entreprises), le ROA moyen est de 59,91 %. Pourtant, dans celles sous le contrôle des investisseurs locaux, le ROA moyen est de -56,37 %. Dans les grandes entreprises sous le contrôle des étrangers (soit 46 entreprises), le ROA moyen est de 13,17 % alors qu'il est de 6,1 % dans celles sous le contrôle des investisseurs locaux. Le taux de croissance moyen des investissements est 52,46. Cette croissance des investissements est de 93,64 dans les entreprises sous le contrôle des investisseurs locaux et de 19,25 dans les entreprises sous le contrôle des étrangers. Le pourcentage moyen de participation étrangère dans le capital des entreprises est de 48,84 %. Dans les PME, ce pourcentage moyen est de 48,43 % et le taux de croissance moyen des investissements est de 86,71. Cependant, dans les grandes entreprises, ce pourcentage moyen est de 49,31 % et le taux de croissance moyen des investissements est 12,94. Le taux de croissance moyen de la capacité d'autofinancement est de - 38,03 % et les charges financières représentent en moyenne 3,84 % du chiffre d'affaires des entreprises de l'échantillon

Pour ces différentes variables, on observe une faible dispersion dans la sous population des grandes entreprises, comparativement à la sous population des PME.

Les entreprises dans lesquelles la participation étrangère dans le capital est supérieure à 51 %, enregistrent un taux de

croissance moyen des investissements de 20,22. Ce taux est largement plus faible que celui (87,93) enregistré par les entreprises qui connaissent une participation étrangère inférieure à 51 %. Lorsque la participation étrangère dans l'entreprise se situe entre 5 % et 20 %, celle-ci a un taux de croissance des investissements moins élevé que celui des entreprises ayant une participation locale située dans le même intervalle. Il en est de même lorsque la participation étrangère se situe entre 70 % et 80 %.

Seulement, le test de comparaison des moyennes indique que la différence en termes de taux de croissance des investissements entre les deux groupes d'entreprise, n'est pas significative.

Lorsque la participation étrangère dans l'entreprise est comprise entre 20 % et 45 %, elle est en général plus rentable que celle ayant une participation locale comprise dans ce même intervalle. A contrario, lorsque la participation étrangère dans l'entreprise est comprise entre 65 % et 80 %, elle est moins rentable que celle ayant une participation locale comprise dans le même intervalle.

Les entreprises qui ont une participation étrangère inférieure à 51 % ont une ROA moyen négatif (- 28,60 %). Alors que dans des entreprises exclusivement contrôlées par les étrangers, le ROA moyen est positif (39,56 %). Par ailleurs, une comparaison des moyennes révèle qu'il y a une différence significative de ROA entre les deux groupes d'entreprise.

SPÉCIFICATION DU MODÈLE EMPIRIQUE

Dans ce travail, nous utilisons la forme structurelle d'un modèle à équations simultanées pour vérifier l'existence d'un lien entre propriété étrangère, investissement et performance d'une part,

TABLEAU 2
Statistiques descriptives

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
roa	168	0,0710	2,9306	-28,5778	23,9225
delta_invest	168	52,4661	376,0184	-1,0000	4381,2540
roa_lag1	168	0,0080	0,3436	-3,3941	0,5934
foreignshare	168	0,4885	0,4531	0,0000	1,0000
struct_cap	168	18,7774	118,9474	-176,5291	1342,4650
liquidit_rduite	168	295,1810	2918,3870	0,0000	36778,3300
taille	168	9,4816	0,8247	6,5284	11,5379
managementqlty	168	4,8512	23,7351	0,0008	230,1220
delta_caf	168	-0,3803	8,7284	-53,0579	45,3827
tdta	168	33,7680	306,4516	0,0003	3594,4920
cata	168	4,8169	23,4402	0,0002	223,6292
ebeca	168	0,0049	0,4634	-3,8436	0,6335
bfrfr	168	-0,8246	62,1046	-224,1474	710,5552
dltcapper	168	6,5630	62,8172	-177,8719	641,3464
capproprestdettes	168	16,3132	185,7366	-1,8959	2406,4970
pnctotalai	168	4,9981	569,0217	-5248,352	5142,5390
acpc	168	352,0557	3084,9370	0,0002	37405,6800
chargesfica	168	0,0384	0,1291	0,0000	1,1793
cata_lag1	168	1,4417	1,2655	0,0612	11,1785
struct_cap_lag1	168	0,7164	0,7922	-4,5206	5,3010
liquidit_rduite_lag1	168	0,9599	1,3914	0,0000	11,0464
managementqlty_lag1	168	1,4898	1,2716	0,0623	10,9737
tdta_lag1	168	0,9460	1,0125	0,0095	10,5821
ebeca_lag1	168	0,0147	0,4604	-3,6560	0,6089
bfrfr_lag1	168	1,8259	17,4231	-69,2509	204,0162
dltcapper_lag1	168	0,2836	0,7922	-4,3010	5,5206
capproprestdettes_lag1	168	2,0588	10,9816	-0,9055	104,7082
pnctotalai_lag1	168	4,1457	25,8981	-49,7807	315,1356
acpc_lag1	168	2,2477	7,3217	0,0000	86,7754
chargesfic_lag1	168	0,0326	0,0824	0,0000	0,6345

TABLEAU 3
Caractéristiques de l'échantillon (ROA, propriété étrangère et investissement)

Type Entreprise		Propriété		
		Locale	Etrangère	Total
PME	moyenne (ROA)	-0,5637	0,5991	0,04355
	Std. Dev. (ROA)	4,3846	3,5571	3,9942
	moyenne (Delta_invest)	155,37	23,9114	86,7194
	Std. Dev. (Delta_invest)	717,3	140,9877	507,3863
	total	43	47	90
GE	moyenne (ROA)	0,0610	0,1317	0,1027
	Std. Dev. (ROA)	0,228	0,5284	0,4305
	moyenne (Delta_invest)	10,6969	14,5055	12,943
	Std. Dev. (Delta_invest)	61,1717	88,9638	78,3291
	total	32	46	78
Total	moyenne (ROA)	-0,2972	0,3679	0,071
	Std. Dev. (ROA)	3,3211	2,5531	2,9306
	moyenne (Delta_invest)	93,6428	19,259	52,4661
	Std. Dev. (Delta_invest)	546,6088	117,6111	376,0184
	total	75	93	168

TABLEAU 4
Caractéristiques de l'échantillon (ROA, propriété étrangère et investissement)

SUMMARIZE / Roa foreignshares delta_invest					
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Roa	168	0,0710036	2,930594	-28,57781	23,92254
foreignshares	168	0,4884577	0,4530835	0	1
delta_invest	168	52,46605	376,0184	-1	4381,254
sizecontrol = 0					
Roa	90	0,0435473	3,994155	-28,57781	23,92254
foreignshares	90	0,4843489	0,4761631	0	1
delta_invest	90	86,7194	507,3863	-1	4381,254
sizecontrol = 1					
Roa	78	0,1026839	0,4305201	-0,2629671	3,28389
foreignshares	78	0,4931987	0,4279243	0	1
delta_invest	78	12,94296	78,32914	-1	602,5829

TABLEAU 5
Comparaison des investissements selon la part de capital détenue par des étrangers

. ttest delta_invest, by (foreigncontrol) unequal						
Two-sample t test with unequal variances						
Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	80	87,93169	59,19954	529,4968	-29,90205	205,7654
1	88	20,22457	12,88471	120,8693	-5,385186	45,83432
combined	168	52,46605	29,01045	376,0184	-4,808432	109,7405
diff		67,70712	60,58549		-52,7232	188,1374
diff = mean(0) - mean(1)						t = 1.1175
Ho : diff = 0				Satterthwaite's degrees of freedom = 86.4857		
Ha : diff < 0				Ha : diff != 0		Ha : diff > 0
Pr(T < t) = 0.8666				Pr(T > t) = 0.2669		Pr(T > t) = 0.1334

FIGURE 1
Variation des investissements selon l'origine de la propriété

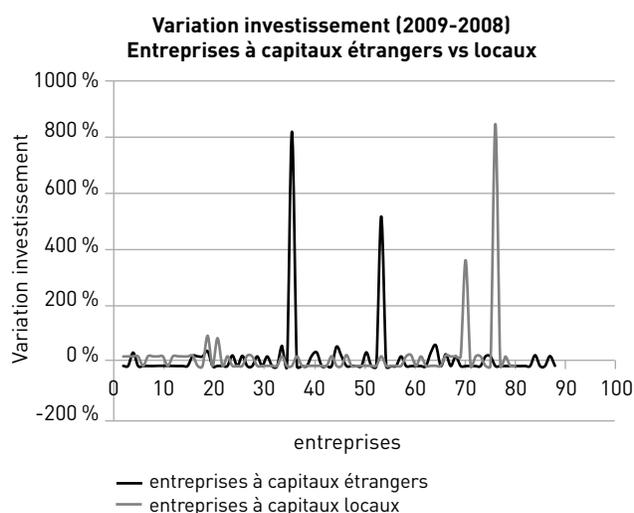


FIGURE 2
ROA selon l'origine de la propriété

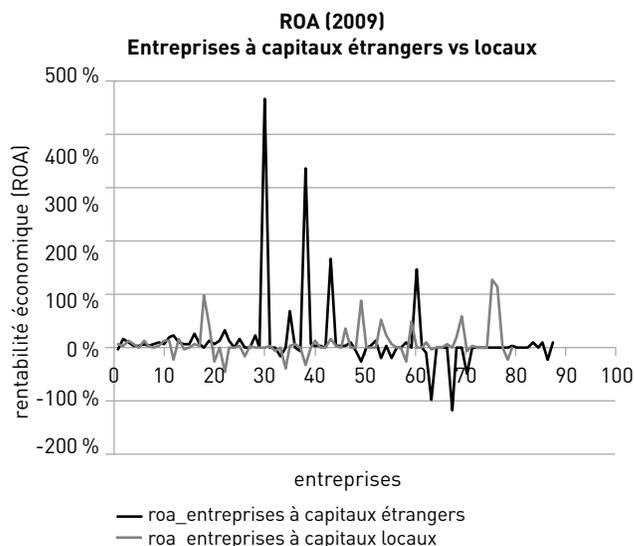


TABLEAU 6
Comparaison du ROA selon le contrôle de l'entreprise par les étrangers

. ttest roa, by (foreigncontrol) unequal						
Two-sample t test with unequal variances						
Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	80	-0,2860977	0,3594526	3,215042	-1,00157	0,4293749
1	88	0,3956411	0,2795261	2,622187	-0,1599473	0,9512294
combined	168	0,0710036	0,2261002	2,930594	-0,3753795	0,5173866
diff		-0,6817387	0,4553471		-1,581331	0,2178537
diff = mean(0) - mean(1)					t = 1.4972	
Ho : diff = 0		Satterthwaite's degrees of freedom = 152.723				
Ha : diff < 0		Ha : diff != 0			Ha : diff > 0	
Pr(T < t) = 0.0682		Pr(T > t) = 0.1364			Pr(T > t) = 0.9318	

et pour identifier les ratios financiers exogènes expliquant ces variables conjointement endogènes d'autre part. Ce modèle est, en générale, spécifiée comme suit :

$$\gamma_{i1} = \gamma_{21}\gamma_{i2} + \gamma_{31}\gamma_{i3} + \dots + \gamma_{M1}\gamma_{iM} + \beta_{11}x_{i1} + \dots + \beta_{K1}x_{iK} + \varepsilon_{i1}$$

$$\gamma_{i2} = \gamma_{12}\gamma_{i1} + \gamma_{32}\gamma_{i3} + \dots + \gamma_{M2}\gamma_{iM} + \beta_{12}x_{i1} + \dots + \beta_{K2}x_{iK} + \varepsilon_{i2}$$

⋮

$$\gamma_{iM} = \gamma_{1M}\gamma_{i1} + \dots + \gamma_{M-1,M}\gamma_{i,M-1} + \beta_{1M}x_{i1} + \dots + \beta_{KM}x_{iK} + \varepsilon_{iM}$$

où γ_{it} ($i = 1, \dots, M$) sont les variables endogènes, x_{ij} ($j = 1, \dots, K$) sont les variables exogènes, M est le nombre d'équations dans le modèle.

Spécifiquement, notre modèle se présente comme suit :

$$ROA_{i1} = \gamma_{21}OS_{i2} + \gamma_{31}\Delta inv_{i3} + \beta_{11}Ratio_{i1} + \dots + \beta_{K1}Ratio_{iK} + \varepsilon_{i1} \quad eq1,$$

$$OS_{i2} = \gamma_{12}ROA_{i1} + \gamma_{32}\Delta inv_{i3} + \beta_{12}Ratio_{i1} + \dots + \beta_{K2}Ratio_{iK} + \varepsilon_{i2} \quad eq2,$$

$$\Delta inv_{i3} = \gamma_{13}ROA_{i1} + \gamma_{23}OS_{i2} + \beta_{13}Ratio_{i1} + \dots + \beta_{K3}Ratio_{iK} + \varepsilon_{i3} \quad eq3,$$

où ROA_p , OS_p , et Δinv_p représentent respectivement le ratio de rentabilité des actifs utilisé comme mesure de performance, le pourcentage de propriété étrangère, et le taux de croissance des investissements pour l'entreprise t .

La structure du modèle utilisé peut être justifiée par le fait que l'entreprise inscrit son action dans le temps, et a pour objectif la pérennisation de ses activités. Il apparaît alors insuffisant de considérer que certains facteurs exogènes qui déterminent la performance d'une entreprise ne sont pas à leur tour influencés par cette dernière sur la durée. D'ailleurs, Hesmati et Löf (2008) établissent une interdépendance entre performance et investissement. Ainsi d'une part, une entreprise qui investit augmente son potentiel de création de richesse susceptible de se traduire par de bonnes performances. D'autre part, une entreprise performante peut affecter une partie de ses bénéfices à l'autofinancement des investissements.

Le choix porté sur les équations simultanées se justifie, en outre, par le fait que notre étude traite uniquement des problèmes d'endogénéité, contrairement à d'autres travaux effectués dans d'autres contextes (Chen, 2010) qui traitent à la fois des problèmes d'endogénéité et de biais de sélection. Au Cameroun, la majorité des entreprises de propriété étrangère sont créées ex-novo ou sont des filiales de multinationales. Les cas d'acquisition des entreprises locales par les multinationales étant

rarement observés sur les 10 dernières années, le biais de sélection pouvant s'introduire dans notre échantillon apparaît alors négligeable à des fins de modélisation. Par ailleurs, dans cette analyse, la structure de propriété est considérée comme étant endogène (Demsetz et Lehn, 1985). Elle est expliquée par le taux de croissance des investissements et la performance de l'entreprise, entre autres caractéristiques de celle-ci.

Hausman (1983) démontre que, certaines variables endogènes étant par ailleurs exogènes dans le modèle à équations simultanées, l'estimation des paramètres par la méthode des moindres carrés ordinaires produit des estimateurs biaisés et inconsistants. De même, les méthodes utilisant les variables instrumentales et les moindres carrés en deux étapes résultent en des estimateurs au contenu informationnel limité. Nous estimons le modèle spécifié plus haut par la méthode des moindres carrés en trois étapes. Cette méthode combine les méthodes des variables instrumentales et les moindres carrés généralisés. La première, qui permet d'estimer chaque équation du système séparément et de produire des estimateurs consistants, ne prend pas en compte les effets d'une possible corrélation entre les erreurs des différentes équations du modèle. La deuxième permet de pallier cette insuffisance.

Résultats

L'analyse empirique montre que la propriété étrangère joue un rôle déterminant dans l'investissement et la rentabilité des entreprises au Cameroun, avec un impact qui varie en fonction de l'ampleur de la participation étrangère. Elle semble aussi jouer un rôle dans la relation directe entre investissement et performance financière de ces entreprises. Le modèle révèle que le rendement des actifs est positivement et significativement déterminé par le taux de croissance des investissements. Une augmentation du montant des investissements de 100 %, conduit à une augmentation de 0,096 % du ROA. Ainsi, l'investissement influence positivement la performance de l'entreprise (Grazzi et al, 2013). A son tour, le taux de croissance des investissements est positivement et significativement déterminé par le ROA. Une augmentation du ROA de 1 % conduit à une augmentation du montant des investissements de 26,31 %. L'investissement est de ce fait un vecteur de création de richesse. Il est, par ailleurs, une variable endogène déterminée par la performance financière de

l'entreprise comme le définit Cho (1998). Toutefois, l'influence positive du ROA sur le taux de croissance des investissements et inversement est davantage observée lorsque la participation des étrangers dans le capital de l'entreprise est au moins égale à 25 %. Dans les entreprises où les étrangers ont une influence notable, un contrôle conjoint ou un contrôle exclusif, une augmentation du montant des investissements de 100 % conduit à une augmentation du ROA de 0,569 %. En revanche, dans les entreprises où la participation des étrangers est inférieure à 25 %, le ROA est relié négativement et significativement au taux de croissance des investissements.

Par ailleurs, le ROA est positivement et significativement déterminé par la taille de l'entreprise, par le ratio de rotation de l'actif. Ainsi, plus l'entreprise est grande, plus son ROA s'accroît. Cette relation est observée dans les entreprises où la participation étrangère est faible. Lorsque la participation étrangère est supérieure à 25 %, la taille n'explique pas le rendement des actifs de l'entreprise. Aussi, plus le chiffre d'affaires par unité d'actif est important, plus le ROA de l'entreprise augmente.

Dans les entreprises étudiées, une augmentation du montant des investissements de 100 % s'accompagne d'une hausse du pourcentage de participation des étrangers dans le capital de 0,0425 %. Le taux de croissance des investissements est relié positivement au pourcentage de propriété détenue par les étrangers. Ce résultat corrobore celui obtenu par Mian et Nagata (2015) dans le contexte japonais.

En effet, dans le contexte camerounais où les ressources financières constituent une forte contrainte au développement des entreprises, les actionnaires étrangers encouragent la transparence dans la gestion et réduisent les asymétries d'information entre les entreprises et les intermédiaires financiers. Dans le sens des conclusions de la théorie des asymétries d'information, ils facilitent ainsi l'accès au financement externe et, par voie de conséquence, la réalisation des investissements (Harrison *et al.*, 2004; Koo et Maeng, 2006). Cependant, ce lien positif entre le taux de croissance des investissements et la propriété étrangère est observé dans les entreprises où la participation des étrangers est inférieure à 25 %. Lorsque cette participation est supérieure à 25 %, la propriété étrangère a une influence négative et significative sur le taux de croissance des investissements. La faible protection des droits de propriété et la forte corruption au Cameroun⁵ semblent dissuader les entreprises contrôlées par les étrangers à investir davantage. Ce qui confirme les thèses de Farla (2013). Dans cette perspective, un renforcement du dispositif de protection des droits de propriété et une réduction de la corruption dans le pays peuvent inciter ces entreprises à investir plus. Ainsi, le lien entre la propriété étrangère et l'investissement n'est pas univoque. Il est fortement tributaire du degré de contrôle de l'entreprise par les étrangers.

En revanche, de manière générale, le ROA est significativement et négativement influencé par la participation des étrangers dans le capital de l'entreprise. Ce résultat corrobore les conclusions de Bature et Andow (2016) dans le contexte nigérian. Une augmentation de 1 % de la participation des étrangers dans le capital conduit à une baisse du ROA de 1,157 %. Cette influence négative de la propriété étrangère sur le ROA

est observée seulement dans les entreprises où la participation étrangère est inférieure à 25 %. Paradoxalement, lorsque cette participation est supérieure à 25 %, la propriété étrangère est reliée positivement au rendement des actifs. Une augmentation de la participation des étrangers de 1 % conduit à une hausse du ROA de 0,039 %. Dans le contexte africain, ce dernier résultat est en droite ligne avec celui établi par Ramachandran et Shah (2000) dans leur étude sur le Zimbabwe, le Ghana et le Kenya. Pour ces auteurs, la propriété étrangère a une influence positive sur la performance financière seulement lorsque l'entreprise est largement contrôlée par les étrangers. Ainsi, comme le prescrit la théorie de l'agence, dans les entreprises contrôlées par les étrangers, les actionnaires étrangers mitigent les problèmes d'agence, renforcent la surveillance des dirigeants et favorisent la réalisation de bonnes performances financières (Ahmed et Iwasaki, 2015). Par contre, quand leur contrôle sur l'entreprise est négligeable, ils semblent laisser la surveillance du dirigeant aux actionnaires locaux. Par conséquent, les problèmes d'agence entre actionnaires et dirigeants restent aigus, et la performance financière de l'entreprise est faible (Hideaki et Takaaki, 2015).

Aussi, l'amélioration de la qualité du management conduit à une hausse du ROA. Le ROA est alors principalement expliqué par le taux de croissance des investissements, la participation des étrangers dans le capital, la qualité du management et le ratio de rotation de l'actif de l'entreprise. Il est accessoirement expliqué par la taille de l'entreprise, le ratio de liquidité réduite de l'année précédente. La performance financière est certes expliquée par des éléments caractéristiques de l'entreprise comme la taille, mais elle est fortement expliquée par la propriété étrangère. Ceci est contraire aux conclusions de Bellak (2004). Néanmoins, le sens du lien entre la performance financière et la propriété étrangère est tributaire du contrôle ou non de l'entreprise par les étrangers.

Cependant, le pourcentage de participation des étrangers dans le capital des entreprises est significativement et négativement influencé par le ROA. La propriété étrangère et la performance financière entretiennent de ce fait un lien de causalité inversée négatif dans les entreprises étudiées. Ce lien, qui est négatif lorsque la participation étrangère est inférieure à 25 %, devient positif et significatif lorsqu'elle est supérieure à 25 %.

La propriété étrangère des entreprises est positivement et significativement reliée au ratio de liquidité pendant l'exercice précédent et à la structure du capital de l'entreprise. Une augmentation du pourcentage des dettes s'accompagne d'une hausse du pourcentage de participation des étrangers dans le capital. Les liens positifs entre les ratios de structure du capital (précisément d'endettement) et la propriété étrangère sont observés seulement dans les entreprises où la participation étrangère est supérieure à 25 %. Dans les entreprises où cette participation est inférieure à 25 %, ces liens sont négatifs. Ces résultats établissent dans le sens des conclusions de Demsetz et Lehn (1985) et Demsetz et Villalonga (2001), que la structure de propriété mesurée par le pourcentage de participation des étrangers dans le capital est endogène. Elle est expliquée par le ROA, le taux de croissance des investissements, la qualité du management, la taille, la liquidité et la structure du capital de l'entreprise.

5. Le pays a souvent été classé par l'ONG Armystie International parmi ceux à forte corruption dans le monde.

TABLEAU 7
Régression

Variables	Population entière			Participation étrangère >= 25%			Participation étrangère < 25%		
	Equation (1)	Equation (2)	Equation (3)	Equation (1)	Equation (2)	Equation (3)	Equation (1)	Equation (2)	Equation (3)
	roa	foreignshares	delta_invest	roa	foreignshares	delta_invest	roa	foreignshares	delta_invest
delta_invest	0.000961** (0.000305)	0.000425* (0.000223)		0.00569*** (0.00209)	-0.00158*** (0.00059)		0.0000386 (0.000037)	1.78e-05* (0.000009)	
foreignshares	-1.157*** (0.430)		-10.71 (237.4)	0.0394 (0.526)		-205.9*** (67.04)	-2.192 (1.369)		2,123 (2,341)
taille	0.0441* (0.0229)	-0.00230 (0.0373)	7.214 (13.89)				0.0872** (0.038)	0.0240*** (0.0065)	
managementqlty	-0.827*** (0.0807)	-0.0223*** (0.00574)	5.225*** (1.166)	-0.792*** (0.136)			-0.727*** (0.0769)		
tdta		0.00173*** (0.000423)		-0.00807*** (0.00245)					
cata	0.828*** (0.0817)			0.847*** (0.128)			0.756*** (0.0774)		
pnctotalai	0.000828** (0.000393)						0.00194** (0.00076)		
roa		-0.0638*** (0.0222)	26.31*** (9.554)		0.0613** (0.0247)	39.97*** (3.077)		-0.00279* (0.0015)	-45.22*** (15.95)
cata_lag1			424.2* (249.5)						
liquidit_rduite_lag1	0.163** (0.0651)	0.0856** (0.0420)	-37.22 (33.00)						
acpc_lag1	-0.0191 (0.0165)	-0.00964 (0.0122)	30.61*** (7.715)						
chargesfica_lag1		-0.944** (0.428)							
struct_cap_lag1					1.226*** (0.28)	174.1*** (59.04)		-0.230*** (0.0638)	
tdta_lag1									-240.3** (97.2)
ebece_lag1									-356.9* (203.7)
bfrfr_lag1					-0.00185* (0.001)				
dltcapper_lag1					1.256*** (0.281)	187.7*** (60.77)		-0.235*** (0.064)	
capprorestdettes_lag1									-17.66* (10.61)
acpc_lag1									37.58*** (9.965)
delta_caf			21.02*** (3.255)						43.79*** (5.847)
Constant	-0.758** (0.328)						-0.814** (0.347)		

Standard errors in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

TABLEAU 7 (suite)
Régression

Equation	Significativité du modèle											
	Population entière				Participation étrangère >= 25%				Participation étrangère < 25%			
	Obs	"R-sq"	chi2	Pvalue	Obs	"R-sq"	chi2	Pvalue	Obs	"R-sq"	chi2	Pvalue
(1) roa	168	0.9411	16631.22	0.0000	93	0.9654	4131.35	0.0000	75	0.9985	59497.57	0.0000
(2) foreignshares	168	0.5070	246.07	0.0000	93	-0.1930	2379.62	0.0000	75	0.0884	26.73	0.0842
(3) delta_invest	168	0.3568	57.7	0.0000	93	0.5726	218	0.0000	75	0.4939	81.95	0.0000

Le taux de croissance des investissements est plutôt expliqué par le ROA, la qualité du management, le ratio de liquidité générale de l'entreprise lors de l'exercice précédent et la variation de la capacité d'autofinancement (CAF). Une augmentation de la CAF de 1 % conduit à une augmentation du montant des investissements de 21,02 %. L'endettement de l'entreprise n'a pas d'influence sur le taux de croissance de ses investissements. On pourrait suggérer une explication en s'appuyant sur la thèse de la neutralité de Modigliani et Miller (1958). Mais il est plausible de considérer que dans ce contexte, les dettes dont bénéficient les entreprises ne portent pas fortement sur le long terme et ne favorisent donc pas le financement des investissements. En revanche, une augmentation de la CAF renforce l'autofinancement de l'entreprise et encourage le financement des investissements. Toutefois, ceci n'est pas observé lorsque la participation étrangère est supérieure à 25 %.

Conclusion

En Afrique, il est très souvent prétendu que les entreprises étrangères sont plus performantes que les entreprises locales. Ce travail visait à établir l'évidence empirique de la relation entre la propriété étrangère, les investissements et la performance des entreprises en Afrique, en s'appuyant sur le contexte du Cameroun. La relation entre ces trois variables a été estimée à l'aide d'un modèle à équations simultanées qui fournit des résultats plus robustes que les modèles usuels, en raison notamment de l'endogénéité qui marque la relation entre ces variables. L'analyse a été faite sur un échantillon de 168 entreprises camerounaises sur la période 2007 à 2009.

Il ressort des analyses que le taux de croissance des investissements entretient un lien positif avec la propriété étrangère de l'entreprise. Les actionnaires étrangers facilitent ainsi un accès au financement pour la réalisation des investissements de l'entreprise. Par ailleurs, la propriété étrangère et la performance financière de l'entreprise entretiennent une relation de causalité inversée négative. Cependant, ces liens ne sont pas univoques et changent selon le degré d'implication des étrangers dans l'actionnariat de l'entreprise. Lorsque la participation étrangère est inférieure à 25 %, la propriété étrangère entretient un lien négatif avec le rendement des actifs et un lien positif avec le taux de croissance des investissements. En revanche, lorsque la participation étrangère est au moins égale à 25 %, la propriété étrangère entretient un lien positif avec le rendement des actifs et un lien négatif avec le taux de croissance des investissements. Ainsi lorsque l'entreprise est contrôlée par les étrangers, la forte corruption et la faible protection des droits de propriété dans le pays la dissuadent à réaliser davantage d'investissements. Il y a donc une nécessité dans ce pays de réduire la corruption et d'assainir l'environnement des affaires, pour que ces entreprises investissent plus. Aussi, dans les entreprises contrôlées par les étrangers, la surveillance des dirigeants est accentuée et la rentabilité des actifs est forte.

Ces résultats préconisent une participation étrangère au moins égale à 25 %, pour que celle-ci favorise la performance de l'entreprise. Ils définissent ainsi un intervalle dans lequel le pourcentage de participation des étrangers assure à l'entreprise une plus forte rentabilité. Bien que dans cet intervalle, une augmentation de la participation étrangère ne s'accompagne pas

d'une hausse du montant des investissements de l'entreprise. Dans les entreprises où la participation étrangère est peu significative (inférieure à 25 %), la taille a une influence positive sur les résultats financiers. Donc, une participation étrangère peu significative, si elle se fait, doit porter sur les grandes entreprises.

Toutefois, ces résultats soulèvent la question de la structure de propriété optimale. Quel mix propriété locale versus propriété étrangère est de nature à garantir la meilleure performance financière de l'entreprise ? Par ailleurs, la propriété étrangère peut regrouper plusieurs nationalités ou plusieurs régions du monde. Une analyse de l'influence de la nationalité de la propriété ou de la région de la propriété permettrait de voir l'importance de l'origine de la propriété étrangère sur la performance dans les entreprises en Afrique, étant donné le rôle de la culture dans les relations d'affaires.

Bibliographie

- AGGARWAL, Reena., EREL, Isil., FERREIRA, Miguel., MATOS, Pedro. (2011). « Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors », *Journal of Financial Economics*, Vol. 100, N°1, p. 154-181.
- AHMED, Anwer, S., IWASAKI, Takuya. (2015). « Foreign ownership, manger monitoring, and firm value: Evidence from Japanese firms », Working Paper, www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/~Ahmed
- AITKEN, Brian J., Harrison, ANN E. (1999). « Do domestic firms benefit from direct foreign investment? Evidence from Venezuela », *The American Economic Review*, Vol. 89, p. 605-618.
- AMENDOLAGINE, Vito., BOLY, Amadou., CONIGLIO, Nicola., PROTA, Francesco., SERIC, Adnan. (2012). « FDI and local linkage in developing countries: Evidence from sub-saharan Africa », *Working Paper 7/2012*, Development policy, statistic and research branch, UNIDO.
- ANDOW, Afang, H., BATURE, David, M. (2016). « Ownership structure and the financial performance of listed conglomerate firms in Nigeria », *The Business and Management Review*, Vol. 7, p. 231-240.
- AZZAM, Islam., FOUAD, Jasmin., GHOSH, Dilip K. (2013). « Foreign ownership and performance: Evidence from Egypt », *International Journal of Business*, Vol. 18, N°3, p. 232-254.
- BARAKO, Dulacha, G., TOWER, Greg. (2007). « Corporate governance and bank performance: Does ownership matter? Evidence from the kenyan banking sector », *Corporate ownership and control*, Vol. 4, N°2, p. 133-144.
- BARBOSA, Natalia., LOURI, Helen (2003). « Corporate performance : Does ownership matter ? A comparison of foreign and domestic owned firms in Greece and Portugal », *Working Paper Series N°26*, Nucleo de Investigaçao em microeconomica aplicada, Universidade do Minho.
- BEAMISH, Paul, W., BANKS, John, C. (1987). « Equity Joint Ventures and the Theory of the Multinational Enterprise », *Journal of International Business Studies*, Vol18, N°2, p. 1-16.
- BELLAK, Christian (2004). « How domestic and foreign firms differ and what does it matter? » *Working Paper N°87*, Department of Economics working paper series, Viena University of Economic and B.A.
- BEN NACEUR, Samy., GHAZOUANI, Samir., OMRAN, Mohammed. (2007). « The performance of newly privatized firms in selected MENA countries: The role of ownership structure, governance and liberalization policies », *International Review of Financial Analysis*, Vol. 16, p. 332-353.
- BERGMAN, Mats A., JOHANSON, Per. (2011). « Foreign ownership and investment: Do firms locate investments close to the headquarter? », *Review of World Economics*, Vol. 147, N°4, p. 621-642.
- BERLE, Adolf A., MEANS, Gardiner C. (1932). *The modern corporation and private property*, New York, The Macmillan Company, 420 p.
- CHARI, Anusha., Chen, WENJIE., Dominguez, KATHRYN E. (2009). « Foreign ownership and firm performance: Emerging-market acquisitions in the United States », *IPC Working paper series*.
- CHARI, Anusha., OUMET, Paige P., TESAR, Linda L. (2004). « Acquiring control in emerging markets: Evidence from the stock market », *Discussion paper N°511*, Gerald R Ford School of Public Policy, The University of Michigan.
- CHARITOU, Andreas., NEOPHYTOU, Evi., CHARALAMBOUS, Chris. (2004). « Predicting corporate failure: Empirical evidence for the UK », *European Accounting Review*, Vol. 13, p. 465-497.
- CHEN, Ruiyuan., EL GHOUL, Sadok., GUEDHAMI, Omrane., WANG, He. (2017). « Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations ». *Journal of Corporate Finance*, Vol. 42, N°3 p. 408-421.
- CHEN, Wenjie. (2010). « The effect of investor origin on firm performance: Domestic and foreign direct investment in the United States », home.gwu.edu/~chenw/CountryOfOriginMA.
- CHEN, Qi., GOLDSTEIN, Itay., JIANG, Wei. (2007). « Price informativeness and investment sensitivity to stock price ». *The Review of Financial Studies*, Vol. 20, N°3, p. 619-650.
- CHENHALL, Robert H., LANGFIELD-Smith, Kim. (2007). « Multiples perspectives of performance measures », *European Management Journal*, Vol. 25, N°4, p. 266-282.
- CHO, Myeong-Hyeon. (1998). « Ownership structure, investment, and the corporate value: An empirical analysis », *Journal of Financial Economics*, Vol. 47, p. 103-121.
- CONIGLIO, Nicola D., PROTA, Francesco., SERIC, Adnan. (2014). « Foreign direct investment, employment and wages in sub-saharan Africa », *Working Paper N°05/2014*, Research, Statistics and Industrial Branch, UNIDO.
- CONNOR, Stephen. (1996). « Postmodern performance », In P. Campbell (eds), *Analysing Performance*, Manchester University Press, p. 107-124.
- DEMSETZ, Harold. (1983). « The structure of ownership and the theory of the firm », *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, N°2, p. 375-390.
- DEMSETZ, Harold., LEHN, Kenneth (1985). « The structure of corporate ownership: Cases and consequences », *Journal of Political Economy*, Vol. 93, N°6, p. 1155-1177.
- DEMSETZ, Harold., VILLALONGA, Belen. (2001). « Ownership structure and corporate performance », *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7, p. 209-233.
- DOUMA, Sytse., GEORGE, Rejie., KABIR, Rezaul. (2006). « Foreign and domestic ownership, Business groups, and firm performance : Evidence from large emerging market », *Strategic Management Journal*, Vol. 27, N°7, p. 637-657.

- DUCASSY, Isabelle., GUYOT, Alexis. (2017) « Complex ownership structures, corporate governance and firm performance: The French context ». *Research in International Business and Finance*, Vol. 39, p. 291-306.
- FARLA, Kristine. (2013). « Determinants of firms' investment behaviour: A multilevel approach », UNI-MERIT Working Paper Series.
- FAROLE, Thomas., WINKLER, Deborah. (2014). « Making foreign investment work for sub-saharan Africa, Local spillovers and competitiveness in global value chains », Washington, The World Bank 302 p.
- FOSTER-MCGREGOR, Neil., ISAKSSON, Anders., KAULICH, Florian. (2015), « Foreign ownership and performance in Sub-Saharan African manufacturing and services », *Journal of International Development*, Vol. 27, p. 1197-1222.
- GRAZZI, Marco., JACOBY, Nadia., TREIBICH, Tania. (2013). « Dynamics of investment and firm performance: Comparative evidence from manufacturing industries », *GREDEG Working papers series*, N°2013-09, Université de Nice, Sophia Antipolis.
- GUNER, Aysegul. (2015). « Foreign ownership and corporate performance in Turkey », *Journal of Business, Economics and Finance*, Vol. 4, N°3, p. 422-429.
- HARRISON, Ann E., LOVE, Inessa., McMILLAN, Margaret S. (2004). « Global capital flows and financing constraints », *Journal of Development Economics*, Vol. 75, p. 269-301.
- HAUSMAN, Jerry A. (1983). « Specification and estimation of simultaneous equation models », In Z. Griliches and M. Intriligator (eds), *Handbook of Econometrics*, North-Holland Publishing Company. Chap7, p. 391-448.
- HESHMATI, Almas., LÖÖF, Hans.(2008). « Investment and performance of firms, Correlations or causality? », *Corporate Ownership and Control*, Vol. 6, p. 268-282.
- HIDEAKI, Miyajima., TAKAAKI, Hoda. (2015). « Does ownership really matter? The role of foreign investors in corporate governance in Japan », *RIETI Discussion Paper Series*.
- JAVORCIK, Beata S. (2004). « Does foreign direct investment increase the productivity of domestic firm? In search of spillovers through backward linkages », *The American Economic Review*, Vol. 94, N°3, p. 605-627.
- JENSEN, Michael., MECKLING, William C. (1976), « Theory of the firm: Managerial behaviour, Agency costs, and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, p. 305-360.
- JIANG, Li., Kim, JEONG-Bon., PANG, Lei. (2011). « Control-ownership wedge and investment sensitivity to stock price ». *Journal of Banking and Finance*, Vol35, p. 2856-2867.
- KING, Michael R., SANTOR, Eric. (2008). « Trading Place: Impact of foreign ownership change on Canadian firms », www.uvic.ca/socialsciences/economics/assets/...4/santor
- KOO, Jaewoon., MAENG, Kyunghye. (2006) « Foreign ownership and investment: evidence from Korea », *Applied Economics*, Vol38, N°20, p. 2405-2414,
- KUM, Emmanuel B. (2009). « A study on foreign direct investment in Cameroon », Thesis submitted to KDI School of public policy and management.
- LIN, Rebecca., Fu, Maggie. (2017) « Does institutional ownership influence firm performance? Evidence from China », *International Review of Economics and Finance*, Vol. 49, p. 17-57.
- MIAN, Rehman., NAGATA, Kyoko. (2015), « Foreign institutional ownership and the valuation effect of investment and payout decisions », *Journal of Finance and Economics*, Vol3, N°5, p. 97-104.
- MISHRA, Anil V. (2014). « Foreign ownership and firm value : Evidence from Australian firms », *Asian-Pacific Financial Markets*, Vol. 21, p. 67-96.
- MODIGLIANI, Franco., MILLER, Merton H. (1958). « The cost of capital, corporate finance and the theory of investment », *The American Economic Review*, Vol. 48, N°3, p. 261-297.
- MUKHOPADHYAY, Jhuma., CHAKRABORTY, Indrani. (2017). « Foreign institutional investment, business groups and firm performance : Evidence from India », *Research in International Business and Finance*, Vol39, p. 454-465.
- NELLIS, John. (2005). « Privatization in Africa: What has happened? What is to be done? » *Di Lavoro* 127.2005, Fondazione Eni Enrico Mattei.
- NG'ANG'A, Ndungu, Peter. (2017), « Effects of ownership structure on financial performance of companies listed at the Nairobi securities exchange in Kenya », Thesis for the degree of PhD in Business Administration, Jomo Kenyatta University of Agriculture and Technology.
- PEREZ-GONZALEZ, Francisco. (2005). « The impact of acquiring control on productivity », AFA 2005 Philadelphia Meetings.
- PETKOVA, Neviana. (2009). « Essays on firm ownership, performance and value », A dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of doctor of Philosophy (Economics), The University of Michigan.
- PETKOVA, Neviana. (2008). « Does Foreign ownership lead to high firm productivity? », www.ibrarian.net/.../Does_Foreign_Ownership_Lead_to_Higher_F
- PFEFFER, Jeffrey., SALANCIK, Gerald, R., (2003), *The External Control of Organizations : A Resource Dependence Perspective*, New York, Stanford University Press, 340 p.
- RAMACHANDRAN, Vijaya., SHAH, Manju, Kedia. (2000), « Firm performance and foreign ownership in Africa : Evidence from Zimbabwe, Ghana, and Kenya », RPED Paper N°81.
- SECA-ASSABA, Paul (1998). « Financement des PME africaines : Comment mesurer les risques? », *Revue Française de Gestion*, N°119, p. 38-48.
- TING, Irene W K., KWEH, Qian L., LEAN, Hooi H., NG, Jin H. (2016). « Ownership structure and firm performance: The role of R&D », *Institutions and Economics*, Vol. 8 N°4, p. 1-21.
- UWALOMWA, Uwuigbe., OLAMIDE, Olusanmi. (2012), « An empirical examination of the relationship between ownership structure and the performance of firms in Nigeria », *International Business research*, Vol. 5, N°1, p. 208-215.
- WANG, Jian., WANG, Xiao. (2014). « Benefits of foreign ownership : Evidence from foreign direct investment in China », *Working paper* N°191, Federal Reserve Bank of Dallas.
- YUDAeva, Ksenia., KOZLOV, Konstantin., MELENTIEVA, Natalia., PONOMAREVA, Natalia. (2003). « Does foreign ownership matter? », *The Economics of Transition*, Vol. 11, p. 383-409