



**HAL**  
open science

## **Structure de financement et entreprises de la BRVM**

Khady Diallo, Mohamed Lamine Mbengue

► **To cite this version:**

Khady Diallo, Mohamed Lamine Mbengue. Structure de financement et entreprises de la BRVM. International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics, 2021, <10.5281/zenodo.5348275>. <hal-03336082>

**HAL Id: hal-03336082**

**<https://hal.science/hal-03336082v1>**

Submitted on 6 Sep 2021

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



HAL Authorization

## Structure de financement et entreprises de la BRVM

### Financing structure and companies of the BRVM

**Khady Diallo, (Doctorante)**

*UFR Economie Management et Ingénierie Juridique (ECOMIJ)  
Université Alioune DIOP de Bambey, ERIM*

**Mohamed Lamine Mbengue, (Enseignant-chercheur)**

*UFR Sciences Economiques et de Gestion (SEG)  
Université Gaston berger de Saint Louis, SERGE*

<b>Adresse de correspondance :</b>	Université Alioune DIOP de Bambey Sénégal, Bambey tel: (221) 33 973 30 86 / fax: (221) 33 973 30 93 rectorat@uadb.edu.sn khady1.diallo@uadb.edu.sn
<b>Déclaration de divulgation :</b>	Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude.
<b>Conflit d'intérêts :</b>	Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.
<b>Citer cet article</b>	Diallo, K., & Mbengue, M. L. (2021). Structure de financement et entreprises de la BRVM. International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics, 2(5), 24-43. <a href="https://doi.org/10.5281/zenodo.5348275">https://doi.org/10.5281/zenodo.5348275</a>
<b>Licence</b>	<b>Cet article est publié en open Access sous licence CC BY-NC-ND</b>

**DOI: 10.5281/zenodo.5348275**

**Received: July 27, 2021**

**Published online: September 01, 2021**

## Structure de financement et entreprises de la BRVM

### Résumé :

La structure du capital d'une entreprise ne résulte pas du hasard, elle résulte en principe d'une décision intégrant tout un ensemble de facteurs. Ainsi pour comprendre la diversité des comportements d'endettement des entreprises cotées à la BRVM, plusieurs facteurs doivent être pris en considération. L'objectif essentiel de cet article est de vérifier les facteurs qui peuvent influencer la structure financière des entreprises cotées de la BRVM et d'analyser leur influence.

Notre étude porte sur un échantillon, en données de panel de 28 entreprises cotées à la BRVM sur une période de 11 ans (2009 à 2019).

Suivant une étude économétrique portant sur les méthodes des moindres carrés généralisés (effet fixe) et méthode des moments généralisés (à étapes une), nous avons vérifié l'influence des déterminants traditionnels liés à l'entreprise et les déterminants de la gouvernance d'entreprise sur l'endettement.

Les résultats révèlent que la plupart des déterminants expliquent le comportement d'endettement des entreprises cotées à la BRVM. Ils montrent que les variables taille, tangibilité, coût de financement, économies d'impôt non liées à l'endettement sont significatives et influencent positivement le niveau d'endettement, ces résultats sont expliqués par la théorie du compromis. Contrairement aux variables rentabilité, taille du conseil d'administration qui sont significatives et influencent négativement le niveau d'endettement. Ces résultats confirment les prédictions de la théorie de préférence hiérarchisée.

Cependant les variables opportunité de croissance, liquidité et séparation du pouvoir ne sont pas significatives c'est-à-dire n'expliquent pas le comportement d'endettement de notre échantillon d'étude.

Les résultats obtenus de cette recherche contribueront à expliquer la politique de financement des entreprises cotées à la BRVM. En outre, ils serviront aux dirigeants des entreprises de trouver quelques réponses à leurs décisions concernant la politique d'endettement.

**Mots-clés :** Structure du Capital, Déterminants Traditionnels, Déterminants de la Gouvernance d'Entreprise.

**Classification JEL:** G30 ; G32

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

### Abstract

The capital structure of a company is not the result of chance; it is in principle the result of a decision to integrate a whole set of factors. Thus, in order to understand the diversity of debt behavior of companies listed on the BRVM, several factors must be taken into consideration. The main objective of this article is to verify the factors that can influence the financial structure of BRVM-listed firms and to analyze their influence.

Our study focuses on a sample of 28 BRVM-listed firms over a period of 11 years (2009 to 2019), using panel data.

Following an econometric study involving the methods of generalized least squares (fixed effect) and generalized method of moments (one-step), we tested the influence of traditional firm-related determinants and corporate governance determinants on leverage.

The results reveal that most of the determinants explain the leverage behavior of firms listed on the BRVM. They show that the variables size, tangibility, cost of financing, tax savings not related to debt is significant and positively influence the level of debt, these results are explained by the trade-off theory. Unlike the variable profitability, the size of the board of directors which are significant and influence negatively the level of debt. These results confirm the predictions of the hierarchical preference theory.

However, the variable growth opportunity, liquidity and power separation are not significant, i.e. they do not explain the debt behavior of our study sample.

The results obtained from this research will help explain the financing policy of firms listed on the BRVM. In addition, they will be used by the managers of the companies to find some answers to their decisions concerning the policy of indebtedness.

**Keywords:** Capital Structure, Traditional Determinants, Corporate Governance Determinants.

**JEL Classification :** G30 ; G32

**Paper type :** Empirical research

## **Introduction:**

Malgré les mutations du secteur financier et bancaire, le sempiternel problème du financement des entreprises africaines reste encore d'actualité du fait du déséquilibre grandissant entre l'offre de crédit et la demande de financement. La réticence des principaux acteurs (demandeurs et offreurs) est expliquée par plusieurs raisons à savoir un manque de sécurisation de sécurisation des crédits, les risques courus peuvent être élevés (coût du risque) et les coûts liés aux transactions. À cela s'ajoute le fait que les modes de financement classiques ou traditionnels (établissements de crédit, fournisseurs...) ont montré leurs limites à bien des égards.

En effet, la plupart des entités de la zone UEMOA sont sous-capitalisées et utilisent d'habitude des financements destinés à des projets de court-terme pour financer des projets de longs-terme. Beaucoup d'entreprises en difficultés souffrent de cette entorse aux principes de la doctrine financière qui a généré plus de problèmes que de solutions espérées. La création de marchés de capitaux constitue donc un alternatif pour les entreprises publiques, privées et les États pour trouver des financements adéquats à leurs besoins.

Les bourses ont fortement contribué à combler ces limites. Dès lors, elles sont apparues comme une aubaine pour les entreprises, sur tous les plans, d'où une solution à leur structure financière.

Pour pallier le problème d'accès au financement (structure financière), les principaux acteurs du CREPMF ont mis en place un marché des capitaux « BRVM ». La majeure partie des fonds levés dans ce marché boursier par les entreprises de la zone l'UEMOA cotées s'effectuait par émission d'actions et d'obligations. Il est alors intéressant de voir les mécanismes sur lesquels s'appuient ces entreprises pour opérer leur choix de financement, car les marchés financiers exercent un rôle déterminant dans le financement des hauts du bilan des entreprises africaines qui sont dans le secteur privé. Ce qui présage que depuis toujours sur le plan théorique et professionnel, l'étude des décisions financières et stratégiques en politique d'endettement et les modes de financement des entreprises ont toujours constitué un axe de recherche majeur.

C'est dans cette perspective que cet article étudie les déterminants de la structure du capital des entreprises cotées à la BRVM.

Par ailleurs, depuis le modèle de genèse des travaux de Modigliani et Miller (1958) qui a exposé sur la non-pertinence de l'option de financement sur fonds ou par endettement, les études portant sur ce thème ont tendance à réfuter les hypothèses conclues initialement.

Malgré les multiples travaux portant sur le sujet et l'absence de théorie universelle pouvant expliquer la structure du capital des entreprises, on appréhende toujours les bases sur lesquelles les entreprises opèrent leurs choix de financement. Ce qui fait que le débat est toujours controversé et reste d'actualité.

La pratique des affaires montre que les entreprises à un moment de leur évolution doivent trouver des capitaux nécessaires pour faire face aux investissements. La finance nous enseigne que la mise en œuvre de projets rentables sur la base des ressources financières entre fonds propres et dettes. Le comportement d'investissement des entreprises a donné lieu à plusieurs explications théoriques dont certaines sont très controversées.

Depuis plusieurs décennies, l'étude de la structure du capital a constitué le thème capital de la finance de l'entreprise et des théories ont été développées à ce sujet. Malgré cela, la question du comportement financier de la firme ne cesse d'être d'actualité comme en attestent les travaux de certains théoriciens contemporains (Frank et Goyal, 2009 ; Baker et Wurgler, 2002 ; Colot O., Croquet M., 2007) et travaux empiriques (Myers, 2001 ; Huang et Ritter, 2009 ; Kaya, 2007).

L'analyse de ces travaux nous a permis d'identifier trois modèles principaux aux prédictions antinomiques, à savoir la théorie de Pecking Order ou « POT » (Majluf et Myers, 1984), la

théorie de Trade-off (Modigliani & Miller, 1958) et récemment, la théorie de Market Timing (Baker et Wurgler, 2002). La validité de l'un ou l'autre de ces modèles fait l'objet d'un débat d'ordre empirique.

Le lien entre la structure du capital et les fondamentaux de l'entreprise est abondamment expliqué par certaines théories qu'on trouve dans la littérature traditionnelle. Celles-ci établissent l'existence d'une influence des déterminants dits traditionnels de la structure financière des entreprises sur le niveau d'endettement. Ces déterminants ont été largement débattus et des prédictions théoriques ont été avancées quant à leurs rapports avec la structure du capital des entreprises. Ils ont trait généralement aux caractéristiques afférentes aux entreprises que sont : la croissance, la rentabilité, la taille, la liquidité, cout de financement, la tangibilité et les économies d'impôt non liées à la dette et aussi à certains déterminants liés à la gouvernance d'entreprise permettant d'explicitier la théorie du compromis, celle du financement hiérarchisé et l'asymétrie d'information, la théorie du signal et celle de l'agence (Deesomsak et *al.* 2004 ; Delcours, 2007 ; Belkhir, et *al.* 2016).

À l'instar de la littérature théorique et empirique, cette recherche va s'appuyer sur la méthode des moindres carrés généralisée et la méthode des moments généralisés en données de panel. En considérant d'une part la variable à expliquer, relative au ratio d'endettement et d'autre part des variables explicatives (taille, tangibilité, taille, cout de financement, liquidité, économies d'impôts non liées à l'endettement, taille conseil d'administration et dualité du pouvoir DG/PDG).

Cette recherche exploite un échantillon de 28 entreprises cotées à la BRVM, examinées sur une période de 11 ans (2009-2019) avec 308 observations. Elle aboutit à des résultats singuliers. Plus généralement, ces résultats peuvent intéresser les chercheurs et les professionnels du monde de la finance en contribuant à une meilleure compréhension de la politique de financement. Ils pourraient être utiles aux dirigeants des entreprises cotées à la bourse de l'UEMOA, les investisseurs, les actionnaires ainsi que les pouvoirs publics, dans la mesure où ils offrent des éléments de réponse à leurs principales interrogations : faut-il privilégier le financement par endettement ou sur fonds propres ? Comment se caractérise la structure financière des entreprises les plus performantes ? Comment les cours des titres évoluent suite à des opérations de financement ?

Ce papier sera structuré autour des points suivants : une revue de la littérature et cadre d'hypothèse (1), traitant les déterminants de la structure du capital des entreprises (2), la méthodologie employée dans ce travail (3), les résultats obtenus (4) et enfin la discussion et analyse des résultats (5).

## **1. Revue de la littérature et Cadre d'hypothèse :**

Les déterminants dits traditionnels de la structure financière des entreprises ont fait l'objet de prédictions empiriques quant à leurs rapports avec la structure financière des entreprises.

### **1.1 Taille :**

Les travaux de Ouattara (2017), Alipour & al (2015), Hegli et Teulon (2013), & Ayub et al (2012) ont confirmé la prédiction selon laquelle les entreprises disposant d'un ratio de fonds propres plus élevés, reflète une relation négative du ratio de ces fonds propres avec leur taille. Ce qui implique une relation positive du levier d'endettement avec la taille.

Les travaux de Köksal et Orman (2014), portant sur les interactions entre les déterminants de la structure du capital des entités cotées de la Turquie, ont concouru à mitiger cette relation positive. Selon eux, les déclarations de la TOT ont été confirmées pour les entreprises lituaniennes cotées par un lien positif entre la taille de ces entités et le niveau des dettes financières observées sur la période 1996-2009 de leur étude. En revanche, sur la période 2003-2005, il n'y a pas de dépendance entre la taille et la structure du capital desdites entités.

Ainsi des auteurs comme Bahsh et al. (2018) dans leurs travaux portant sur les déterminants de la structure du capital des entreprises cotées en Jordanie avec un échantillon de 1 239 observations, Yomna (2018) dans ses travaux portant la structure du capital dans une économie sans impôts et taxes « cas des entreprises cotées de Dubai » et Hergli et al (2013) dans leurs travaux portant sur les déterminants de la structure du capital des entreprises tunisiennes cotées montrent également que la taille influence positivement le ratio d'endettement.

Afin d'apporter notre contribution sur le débat théorique, l'hypothèse suivante sera vérifiée.

**H 1: La taille influence positivement le niveau d'endettement des entreprises cotées.**

### **1.2 Les Opportunités de Croissance**

Plusieurs études empiriques sur les déterminants de la structure financière montrent une influence négative des opportunités de croissance sur l'endettement, confirmant ainsi les prédictions des théories d'agence et de compromis. La relation négative entre les opportunités de croissance et l'endettement est confirmée empiriquement entre autres par Rajan et Zingales (1995). C'est pourquoi ils avancent une explication alternative : les entreprises auraient tendance à se financer par des fonds propres lorsque le prix des actions est élevé. Hovakimian et al. 2001 remarquent que ce comportement peut s'expliquer par une diminution du ratio optimal dû à la modification du portefeuille d'actifs de l'entreprise en faveur des options de croissance. Anshu H, et al. (2017), Kofi P. (2017), Alipour M. (2015) et al. ont montré que les opportunités de croissance affectent négativement l'endettement.

Ainsi, nous allons formuler notre seconde hypothèse :

**H 2: Les opportunités de croissance influencent négativement le niveau d'endettement des entreprises cotées.**

### **1.3 Rentabilité :**

La référence en matière d'analyse théorique du lien entre la rentabilité et la structure du capital est incontestablement l'analyse de Myers (1984) dans le cadre de la POT. Les entreprises qui ont une bonne rentabilité, et qui, de ce fait, peuvent mettre en réserve tout ou une partie de leurs profits, préféreront utiliser ce type de capitaux, dont le coût est relativement plus intéressant que le recours à des ressources externes pour se financer. Cela suppose qu'il y a un lien négatif entre ces deux variables. Cette prédiction est confirmée par de nombreux travaux empiriques notamment (Titman & Wessels, 1988), (Rajan & Zingales, 1995), (Hergli & Teulon, 2013), (Antonioni & al 2008), et plus récemment (Vijayakumaran et al. 2019) qui capturent la rentabilité par le bénéfice d'exploitation avant amortissement et constatent que le ratio d'endettement est négativement corrélé à la rentabilité.

Cependant, Ahmed & Amina (2019) et Ezeoha (2011) notent que ces résultats sont en contradiction avec les prédictions de la TOT qui suggèrent un lien positif entre la rentabilité et le ratio de la dette.

. Récemment, Anshu (2017) montre que les entreprises qui réalisent des profits faibles ont des ratios d'endettement élevés, et que la théorie des préférences hiérarchisées de financement explique largement la structure du capital en Inde, notamment après les réformes financières des entreprises dans ce pays. Yang et al. (2009) dans leur étude trouvent une corrélation négative entre la rentabilité des entreprises Taiwanoises et leur ratio d'endettement.

Dans le contexte de notre étude, l'hypothèse suivante est testée :

**H 3 : la rentabilité influence négativement le niveau d'endettement des entreprises cotées.**

#### 1.4 Tangibilité :

Les principales théories de financement déclarent une relation positive entre la tangibilité de l'actif et l'endettement des entreprises. Ainsi, selon la théorie de compromis et la théorie d'agence, cette relation est due au fait que les actifs tangibles constituent des garanties et fournissent aux prêteurs des sûretés en cas de faillite (Rajan et Zingales, 1995). De même, la théorie des préférences hiérarchisées de financement affirme que les entreprises qui détiennent des actifs tangibles accroissent leur endettement, car elles sont moins sensibles aux asymétries d'information (Ahmed S., 2019) ; Ouattara A., 2017 ; et Chipeta C., 2016). Récemment, Bahsh R. et *al.*, (2018) analysent les déterminants de la structure financière des entreprises jordaniennes cotées, et appartenant aux secteurs de l'industrie minière et extractive. Ils montrent que la tangibilité a un impact positif et très significatif sur le ratio d'endettement.

En outre, les études empiriques sont en général en accord avec les prédictions de la TOT. C'est le cas des travaux de chercheurs tels que Vijayakumaran et *al.* (2019) qui montrent une relation positive et significative pour les entreprises commerciales américaines.

Ainsi, l'hypothèse suivante sera vérifiée :

**H4 : La structure de l'actif influence positivement le niveau d'endettement des entreprises cotées.**

#### 1.5 Économie d'Impôt non liée à l'Endettement

Selon De Angelo & Masulis (1980) et Hergli et Teulon (2013), le principe de déductibilité fiscale des charges des dettes est concurrencé par l'existence d'avantages non monétaires non liés à l'endettement. Les firmes peuvent déduire de leur base imposable des charges non financières telles que les dotations aux amortissements et aux provisions et les crédits d'impôt. Les amortissements et les provisions pour risques et charges en sont de bons exemples dans la mesure où ils constituent deux moyens légaux de diminuer l'impôt à payer. Raison pour laquelle une influence négative s'exerce entre les économies d'impôt non liées à la dette et le ratio d'endettement, car une part importante des économies d'impôt générée par l'investissement est considérée comme une autre source de financement.

Ainsi, cette variable affecte négativement le niveau de l'endettement selon le TOT. De Angelo et Masulis (1980) étaient les premiers à souligner cette relation en affirmant que les avantages fiscaux non liés à la dette sont substituables à ceux de l'endettement. Kasim (2017) et Bayrakdaroglu (2013) ont aussi confirmé empiriquement cette relation.

Dans le cadre de notre recherche (les firmes de la BRVM), l'hypothèse suivante sera testée :

**H5 : Les économies d'impôts influencent négativement le niveau d'endettement des entreprises cotées.**

#### 1.6 Liquidité :

La TPH prétend que les entités ayant un ratio de liquidité générale fort s'endettent moins, car elles privilégient d'abord le financement par fonds propres (Myers et Majluf, 1984). Constatons cependant que le lien entre liquidité et niveau d'endettement de l'entité est confus. En effet, d'après les conclusions de certains travaux (Wu, 2009), la liquidité est positivement liée avec le niveau d'endettement. En revanche, pour Alipour (2015) et Lipson et Martal (2010), le lien entre les deux facteurs est plutôt négatif.

D'après la théorie du Pecking Order, nous aurions tendance à dire qu'une firme disposant d'un ratio de liquidité général élevé aura moins tendance à s'endetter puisqu'elle préférera dans un premier temps s'autofinancer (Myers et Majluf, 1984). Les travaux de Yomna (2017) portant sur la structure du capital des Unions des Émirats arabes montrent qu'il existe une

relation négative entre la liquidité et le niveau d'endettement, car, pour lui, ces firmes peuvent se servir de l'importance des actifs courants pour s'autofinancer.

Ainsi, en partant de notre contexte et dans le but d'apporter une contribution théorique et pratique, l'hypothèse suivante peut être vérifiée :

**H6 : La liquidité influence négativement le niveau d'endettement des entreprises cotées.**

### 1.7 Coût de Financement :

Bien que le coût d'emprunt exerce un rôle déterminant dans la structure de financement et estime le mieux les charges directes de la dette contractée par l'entité, il n'a été abordé que rarement dans la littérature financière. Il s'estime par le rapport des charges financières payées sur la dette financière. En effet, l'intérêt de la dette financière sur le coût d'endettement paraît plutôt compliqué et pénible à prévenir. Bayrakdaroglu et al. (2013) dans leur étude sur les entreprises turques, de 2000 à 2009 pour 243 entreprises avec 2430 observations trouvent un effet positif du coût de financement sur le ratio d'endettement au taux attrayant des levées de fonds (pour les investisseurs) et de la déductibilité fiscale des intérêts à payer selon la théorie du compromis (pour les entreprises).

Selon les prescriptions de la POT, les entreprises s'autofinancent dans le but d'esquiver des paiements d'intérêts élevés. En effet, si le taux d'intérêt est important, les entreprises auront beaucoup plus tendance à s'autofinancer. Plusieurs travaux comme ceux d'Afolabi (2017) dans son étude sur les entreprises ghanéennes cotées avec 165 observations et Chipeta (2016) pour les pays d'Afrique Subsaharienne de 2004 à 2013 pour 412 entreprises avec 2 233 observations confirment l'hypothèse de la POT.

Ainsi, selon notre contexte d'étude l'hypothèse suivante sera vérifiée :

**H7 : Le coût de financement influence négativement le niveau d'endettement des entreprises cotées.**

### 1.8 Taille du conseil d'administration :

Il est l'instance suprême, responsable de la gestion stratégique de la firme et des plus importantes décisions. Pfeffer et al. (1977) ont montré un lien négatif entre la structure financière et la taille du Conseil. Celle-ci peut trouver des difficultés à parvenir à un consensus lors de la prise de décisions, ce qui peut affecter la qualité de la gouvernance de l'entreprise. Cette situation conduirait à une augmentation des dettes financières. Pour Jensen (1986), les entreprises dont l'endettement est élevé ont plutôt de grands Conseils d'administration.

Par ses choix stratégiques et son contrôle strict de la gestion, le Conseil d'administration est le principal garant d'une bonne gouvernance. Ces choix stratégiques ont un impact sur la structure du capital des entreprises. Ainsi, des études menées par Uddin, et al. (2019), Anyass, (2019) et Habashy et al. (2018) avancent que la taille du CA influence négativement le niveau d'endettement. Ce qui permet de vérifier l'hypothèse suivante :

**H8 : La taille du Conseil d'administration influence négativement le niveau d'endettement.**

### 1.9 Séparation du Pouvoir :

Le Conseil d'administration est le premier contrôleur de la décision dans la structure de l'entreprise et il ne doit pas être dominé par le Directeur général. Par conséquent, la gestion des décisions et l'autorité de contrôle devraient être séparées. Ayub et Hossain (2012) constatent que les entreprises ayant opté pour la séparation ont un volume optimal de crédits et leurs ratios de levier sont élevés. À l'opposé, Changani et al. (2013) ont prouvé que le lien entre le niveau d'endettement et le cumul entre la présidence du Conseil et la Direction est positif.

Selon les prescriptions de la théorie d'agence, si un dirigeant cumule la Direction générale et la présidence du Conseil, des problèmes d'agence peuvent naître dans l'entreprise. Le fait qu'un dirigeant contrôle son propre mode de gestion peut le conduire à un comportement opportuniste, entraînant un conflit d'intérêts. Plusieurs travaux comme ceux de Vijayakumaran et *al.* (2019 dans son étude sur les entreprises chinoises cotées avec 6 414 observations, et Dewl, (2020) avec les pays d'Afrique Subsaharienne de 2012 à 2019 avec 408 confirment les prédicts de la théorie d'agence que la séparation est censée être négativement liée au niveau d'endettement.

Dans le cadre de notre étude, l'hypothèse suivante sera vérifiée :

**H9 : La séparation des fonctions PDG et Dg influence négativement la structure du capital.**

## **2. Méthodologie et Collecte de données :**

### **2.1 Collecte de données :**

La base de données se compose d'entreprises cotées à la bourse BRVM, appartenant notamment au secteur industriel, commercial et de service. Les estimations portent sur des données annuelles. La concentration du nombre des observations, et la disponibilité des données requises nous ont menés à déterminer notre période d'étude de 2009 jusqu'à 2019.

La collecte de données s'est effectuée sur la base datastream<sup>1</sup> et les états financiers publiés par les entreprises sur le marché boursier de l'UEMOA. Afin de réduire les risques de biais, nous avons décidé de retirer les valeurs extrêmes et aberrantes. Selon Kremp (2001), ces valeurs doivent être retirées de la base, quelle que soit la statistique utilisée. Il existe, toutefois le risque d'une perte importante d'informations. Après avoir éliminé les observations pour lesquelles nous avons beaucoup de manquants ou les sociétés nouvellement cotées, nous avons eu au final un échantillon composé de 28 entreprises BRVM avec 308 observations.

### **2.2 Mesure des Variables**

Les déterminants de la structure du capital retenus dans notre travail de recherche ont été utilisés pour la plupart des études antérieures qui trouvent que l'endettement d'une firme s'identifie à ses caractéristiques spécifiques ou déterminantes microéconomiques. Les plus utilisés sont la taille, les opportunités de croissance, la structure de l'actif, la profitabilité, les avantages non liés à la dette.

#### **2.2.1 La Taille**

En général, la taille est estimée par la proportion log de recettes sur le total bien (Rajan et Zingales, 1995 ; Ouattara, 2017 ; Anshu, 2017 ; Alipour 2015 ; Fattouh et al. 2004).

#### **2.2.2 La Tangibilité**

Nous avons retenu deux types de ratios afin de contrôler et égaler l'effet de la garantie sur l'emprunt : **Tang1**, il est estimé par la somme des actifs immobilisés et des stocks nets qu'on divise par l'actif total. **Tang2**, il est mesuré de la même façon que le Tang1, cependant ne prend pas en compte les stocks. La majorité des chercheurs préfère plutôt le premier que le second (Zoungrana, 2017).

#### **2.2.3 Les Opportunités de croissance**

Dans la littérature déjà explorée, on y trouve plusieurs mesures de l'opportunité de croissance. Les plus utilisées par les chercheurs sont : le ratio de valeur marchande des fonds

---

<sup>1</sup> Base disponible à l'Université Paris-Dauphine

propres sur leur valeur comptable, le ratio des dépenses d'investissement sur l'actif total, le taux de croissance des actifs, le taux de croissance du chiffre d'affaires, ainsi que le rapport R&D sur le chiffre d'affaires (Zoungana, 2017).

En ce qui concerne notre étude, l'opportunité de croissance (Crois) est mesurée par la variation du total de l'actif d'une année sur l'autre. Cette dernière sert à estimer l'effet de l'évolution de la croissance de la firme sur son niveau d'emprunt, selon Zoungana (2017).

#### 2.2.4 La Rentabilité

Théoriquement, elle peut se calculer de plusieurs façons. Dans notre étude, nous comptons utiliser deux approches distinctes pour pouvoir comparer les résultats obtenus. La (**rent1**) se mesure en rapportant le résultat d'exploitation à l'actif total. La seconde (**rent2**) se calcule par la division du résultat avant intérêt et impôt et de l'actif total (Alipour, 2015 ; Anshu, 2017 ; Chipeta, 2016).

#### 2.2.5 Économie d'impôt

Nous allons utiliser deux approximations de l'impact des impôts sur le niveau d'emprunt des firmes. La première approximation fait focus sur l'impact positif via le niveau d'impôt déboursé sur le profit avant intérêt et impôt. La seconde démontre que les avantages non liés à l'emprunt opérant de manière négative. Elle se calcule par le rapport des charges de dépréciation d'amortissement sur le total de l'actif (Titman et Wessels, 1988 ; Bayrakdaroglu, 2013 ; Farooq, 2015)

#### 2.2.6 La liquidité

Au regard de la littérature, la liquidité est calculée par la proportion entre l'actif circulant et passif circulant (Rajan et Zingales, 1995 ; Ahmed, 2019 ; Hergli et al., 2013).

#### 2.2.7 Le coût de financement

D'après la littérature le rapport entre intérêts payés/dettes financières mesure le coût de financement (Afolabi, 2017 ; Chipeta, 2016 ; Cèspedes et al., 2010 ; et Delcours, 2007).

#### 2.2.8 Taille Conseil d'administration

Selon les travaux de Dewl (2020), Vijayakumaran et al. (2019) et Habashy et al. (2018), elle est calculée par le logarithme du nombre de ses membres.

#### 2.2.9 La Séparation entre la Présidence et la Direction Générale

C'est une variable muette qui correspond à 1 si le président est en même temps directeur général, à 0 si le président n'est pas en même temps directeur général.

### 2.3 Présentation du Modèle empirique statique :

L'estimateur des moindres carrés généralisés (MCG) réside à tenir de manière explicite la forme particulière de la matrice covariance des résidus.

**Le modèle statique est le suivant :**

$$\text{END}_{it} = \beta_1 \text{TA}_{it} + \beta_2 \text{OPP}_{it} + \beta_3 \text{RENT}_{it} + \beta_4 \text{TANG}_{it} + \beta_5 \text{ECOIM}_{it} + \beta_6 \text{LIQ}_{it} + \beta_7 \text{Cout Fin}_{it} + \beta_8 \text{TCA}_{it} + \beta_9 \text{DUA}_{it} + \alpha_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

Avec  $i=1, \dots, K$  et  $t=1, \dots, T$

$i$  : désigne les compagnies étudiées

$t$  : fait référence à la période d'analyse

**Présentation du Modèle empirique dynamique :**

L'utilisation de l'estimateur des moindres moments généralisés (MMG) revient à tenir en compte de façon explicite la forme particulière de la matrice de variance covariance des termes d'erreurs. Le modèle linéaire à diverses variables est alors le modèle économétrique à

estimer. Ce modèle trace les éventuelles relations susceptibles d'exister entre les variables exogènes et endogènes possibles, le modèle prend alors la forme suivante :

$$\mathbf{END}_{it} - \mathbf{END}_{it-1} = \beta_0 \mathbf{END}_{it-1} + \beta_1 \mathbf{TA}_{it} + \beta_2 \mathbf{OPP}_{it} + \beta_3 \mathbf{RENT}_{it} + \beta_4 \mathbf{TANG}_{it} + \beta_5 \mathbf{EIND}_{it} + \beta_6 \mathbf{LIQ}_{it} + \beta_7 \mathbf{Cout Fin}_{it} + \beta_8 \mathbf{TCA}_{it} + \beta_9 \mathbf{DUA}_{it} + \alpha_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

Avec  $i=1, \dots, K$  et  $t=1, \dots, T$

$i$  : désigne les compagnies étudiées

$t$  : fait référence à la période d'analyse

### 3. Présentation des résultats :

#### 3.1 Modèle statique :

##### 3.1.1 Test de Présence d'Effet Individuel :

Le tableau 1 résume le résultat du test de spécification de Fisher par la méthode Within.

**Tableau1** : Test de Présence d'Effet Individuel

Variable dépendante : Endettement Financier, Méthode : Within* (effets fixes)			
Nombre d'Observation 308 (panel cylindré)			
Variable	Coefficient	t-statistique	P-value
TA	.1660067	7.48	0.000
OPP	.0003238	1.01	0.315
RENT	-.1309955	-2.90	0.004
TANG	.1128959	3.24	0.001
EIND	.4028594	3.53	0.000
LIQ	-.000721	-0.11	0.915
COU FIN	.9376983	4.49	0.000
TCA	-.78792	-1.40	0.000
R <sup>2</sup> Within	0.9540	Fisher	8.76
R <sup>2</sup> Between	0.5610	P-value	0.0000
R <sup>2</sup> Overall	0.9070		
Rho	.53926104		

**Source** : Auteurs

Le résultat du test de spécification de Fisher (F 8,76 et P-value=0) montre qu'il y a bien des effets individuels.

Ainsi, afin de révéler la nature des effets, nous allons présenter le tableau N°2 qui va récapituler le résultat du test de spécification de Hausman.

**Tableau 2:** Estimation du Ratio de l'Endettement (Récapitulatifs)

Variable	MODELE FE	MODELE RE
RatiosTA	.1660067***	.10495196***
RatiosTANG	.11289589***	.10197774***
RatiosOPP	.00032384	.00029213
RatiosRENT	-.13099549***	-.13915052***
RatiosEIND	.40285941***	.43317644***
RatiosLIQ	-.00072102	-.00001322
RatiosCout~n	.93769831**	.90914757**
RatiosTCA	-1.40***	1.10**
_cons	-1.713805***	-1.0581294***
<b>Statistiques</b>		
N	308	308
sigma_u	.14191829	.09061923
sigma_u	.1311796	.1311796
Test de Normalité	0.0000	0.0000
Test de Wald (chi2, F)	54.8363	54.8363
df_b	8	8
chi2_p	0.0000	0.0710
r2_o	.90695768	.92354327
r2_b	.56100678	.68450469
r2_w	.95402393	.95273535
Corr	-.13394176	0
Rho	.53926104	.32304744
Hausman	1.92	
P-value Hausman	0.0085	

**Source :** Auteurs

Pour trouver la nature de ces effets, nous avons fait le test de spécification d'Hausman. Le résultat de ce test (Chi2 (8)= 54.8363 et P-value=0) prouve que les effets individuels sont fixes. De ce fait, le modèle à effets fixes doit être retenu. Le modèle à effets aléatoire est présenté juste à titre d'illustration.

### 3.1.2 Test de Corrélation :

La matrice de corrélation nous permet d'évaluer le niveau de dépendance entre plusieurs variables.

Le tableau N°03 résume le degré de corrélation entre les variables et présente également les résultats du test de stationnarité.

On peut dire que globalement le modèle est significatif au seuil de 5%. La matrice prouve que le niveau de corrélation entre les différentes variables est modéré et que celles-ci sont stationnaires.

**Tableau 3: Matrice de Corrélation**

	<b>RatiosEND</b>	<b>RatiosTA</b>	<b>RatiosTANG</b>	<b>RatiosOPP</b>	<b>RatiosRENT</b>	<b>RatiosEIND</b>	<b>RatiosLIQ</b>	<b>RatiosCoutfin</b>	<b>RatioTCA</b>
<b>RatiosEND</b>	<b>1.0000</b>								
<b>RatiosTA</b>	<b>-0.3205*</b>	<b>1.0000</b>							
	<b>0.0000</b>	<b>-</b>							
<b>RatiosTANG</b>	<b>0.0675</b>	<b>-0.1945*</b>	<b>1.0000</b>						
	<b>0.2373</b>	<b>0.0006</b>	<b>-</b>						
<b>RatiosOPP</b>	<b>-0.6080*</b>	<b>0.2033*</b>	<b>0.0261</b>	<b>1.0000</b>					
	<b>0.0000</b>	<b>0.0003</b>	<b>0.6486</b>	<b>-</b>					
<b>RatiosRENT</b>	<b>0.9968*</b>	<b>-0.3115*</b>	<b>0.0119</b>	<b>-0.6118*</b>	<b>1.0000</b>				
	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.8347</b>	<b>0.0000</b>	<b>-</b>				
<b>RatiosEIND</b>	<b>0.9996*</b>	<b>-0.3250*</b>	<b>0.0774</b>	<b>-0.6085*</b>	<b>0.9966*</b>	<b>1.0000</b>			
	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.1757</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>-</b>			
<b>RatiosLIQ</b>	<b>-0.0474</b>	<b>-0.1381*</b>	<b>-0.0234</b>	<b>0.0179</b>	<b>-0.0421</b>	<b>-0.0463</b>	<b>1.0000</b>		
	<b>0.4066</b>	<b>0.0153</b>	<b>0.6829</b>	<b>0.7537</b>	<b>0.4620</b>	<b>0.4180</b>	<b>-</b>		
<b>RatiosCoutfin</b>	<b>0.0767</b>	<b>-0.2094*</b>	<b>0.9301*</b>	<b>0.0211</b>	<b>0.0084</b>	<b>0.0847</b>	<b>-0.0313</b>	<b>1.0000</b>	
	<b>0.1794</b>	<b>0.0002</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.7126</b>	<b>0.8827</b>	<b>0.1379</b>	<b>0.5845</b>	<b>-</b>	
<b>RatioTCA</b>	<b>-0.0396</b>	<b>0.4662*</b>	<b>-0.0346*</b>	<b>0.0147</b>	<b>-0.0348*</b>	<b>-0.0397</b>	<b>-0.2745*</b>	<b>-0.0641</b>	<b>1.0000</b>
	<b>0.4883</b>	<b>0.0430</b>	<b>0.5450</b>	<b>0.7973</b>	<b>0.5433</b>	<b>0.4874</b>	<b>0.1745</b>	<b>0.2623</b>	<b>-</b>

*Source : Auteurs*

### 3.1.3 Test Jarque-Bera :

Dans un premier point, nous présentons les résultats obtenus sur l'ensemble de la période pour vérifier l'hypothèse de normalité. Le dernier point sera consacré aux résultats des modèles afin d'identifier l'effet de la crise financière sur le comportement de financement.

Le tableau N°05 récapitule le test de normalité et présente les résultats obtenus.

**Tableau 5:** Test Jarque-Bera de normalité des résidus

Nombre d'observations	Probabilité (Skewness)	Probabilité (Kurtois)	Chi2 (2)	P-value
308	0.0000	0.0000	0.007	0.0000

**Source :** Auteurs

Nous avons trouvé une P-value étant égale à 0.0000, on peut conclure que les résidus suivent une loi normale.

### 3.2 Modèle dynamique :

Le tableau N°06 ci-dessous retrace la significativité de variable retardée avec GMM 1 et l'existence de couts d'ajustement.

**Tableau 6:** Estimation modèle MMG

Variables	GMM 1 ETAPE	GMM 2 ETAPES
LRatiosEND	.01837215**	.01906795***
RatiosTA	.09624281***	.09757388***
RatiosTANG	.07088319**	.05327655***
RatiosOPP	.00024937	.00026362
RatiosRENT	-.08004664*	-.06203433***
RatiosEIND	.70150217***	.74376666***
RatiosLIQ	.00871818	.00812203
RatiosCout~n	.46404999***	.45867417***
_cons	-.99728827***	-1.0216376***
<b>Statistiques</b>		
N	252	252
Test de Normalité	0.0000	0.0000
Test de Wald (chi2, F)	164	151
df_b	8	8
chi2_p	0.0000	0.0000
arm1	0,00091	-.95049844
Artests	0	2
P-value autocorrélation d'ordre 1	0.0034	-
P-value autocorrélation d'ordre 2	-	0.8983
Sargan	0.0033	21.447476
M2	-0.49	-1.51

**Source :** Auteurs

Le coefficient fort et toujours significatif au seuil de 1% de la variable retardée confirme qu'il y a des coûts d'ajustement sur le marché de la BRVM.

#### 4. Discussion et Analyse :

Le but de cette partie est de discuter les résultats obtenus à la suite des tests empiriques et de ressortir les implications que ces résultats ont pour la théorie financière. Cette étape dans le processus de production scientifique paraît nécessaire pour clarifier de façon plus large, les contributions de l'étude pour la théorie. On y opère un retour vers le cadre conceptuel et théorique mobilisé. Ainsi, la réponse à la question de l'impact des facteurs intrinsèques à l'entreprise dans l'évolution de la structure financière s'organise en deux volets. Le premier tend à discuter de l'influence des déterminants traditionnels tandis que le second analyse celle des facteurs de la gouvernance d'entreprise.

La théorie financière reconnaît l'influence des caractéristiques propres à l'entreprise sur l'évolution de son niveau d'endettement. Les plus étudiées ont été appelées déterminants traditionnels de la structure du capital et les déterminants émanant de la gouvernance d'entreprise et aident à expliquer les comportements de financement des entreprises.

L'endettement et la taille entretiennent, selon les résultats présentés dans le Tableau, des rapports significatifs et positifs. Cette variable TA est estimée par le logarithme népérien de l'actif total. Ces résultats permettent de valider stricto sensu l'hypothèse **H1** qui prévoyait une relation positive avec l'endettement total. Par conséquent, on peut se prononcer sur les comportements de financements des entités cotées à la BRVM face à leur taille.

Cette relation positive, et significative, est cohérente avec les prédictions de la TOT. Pour la TOT, les grandes firmes ont un risque de faillite moins élevé et donc des coûts de faillite relativement faibles (Anyass, 2019). En outre, elles sont plus diversifiées ; ce qui renforce leur capacité d'endettement (Wiwattanakantang, 1999). Les petites entreprises ont un accès plus réduit aux crédits, car leurs actifs tangibles sont plus faibles, n'offrant pas ainsi suffisamment de garanties (Godbillon-Camus & Weill, 2001). Cette situation est totalement inverse pour les grandes entreprises notamment celles qui sont bien connues, car elles obtiennent des prêts sans fournir de garantie.

Les résultats relatifs au lien entre la rentabilité et la structure du capital des entreprises cotées à la BRVM (**H3**), consignés dans le Tableau, indiquent que cette relation est négative et significative pour le plus grand ensemble des indicateurs de structure financière utilisés ainsi que pour le plus grand ensemble des modèles estimés. Comme Booth et *al.* (2001), cette caractéristique de l'entreprise a été mesurée par la variable **RENT** représentant la rentabilité de l'actif (ROA : Return On Asset) qui est le rapport entre le résultat avant impôt et l'actif total. Cette conclusion n'est pas une surprise dans la mesure où elle est la résultante du test de l'une des hypothèses théoriques les plus corroborées empiriquement.

Vijayakumaran et *al.* (2019) ajoutent qu'une entreprise rentable pourrait préférer pour fonctionner, soit conserver un faible levier ou un fort levier, ce qui pourrait trouver justification sous l'angle du conservatisme financier. Ainsi, la situation de relation inverse entre la rentabilité et la structure financière peut advenir mécaniquement si malgré sa rentabilité, l'entreprise tend à garder son niveau de levier faible ou si elle limite l'endettement pour protéger la franchise produisant les hauts gains. De même, par souci de conserver un haut niveau de levier, une entreprise faiblement rentable peut continuer à s'endetter tant que sa capacité d'endettement le permet. Cette conclusion rejoint les prédictions des POT et TOT.

Le degré de tangibilité de l'actif ou tangibilité ou encore garantie, et souvent dans la littérature anglo-saxonne "*collateral*", est, suivant les résultats, négativement corrélé au niveau d'endettement total des entreprises de l'échantillon. Il corrobore donc l'hypothèse **H4** qui prédisait que la garantie fournie par la tangibilité de l'actif est positivement corrélée au ratio d'endettement total de la firme. Cette caractéristique de l'entreprise est mesurée comme le stipule Pandey (2001) par la variable **TANG**, représentant le rapport entre les

immobilisations Corporelles Nettes et l'actif total. Elle agit comme une garantie et fournit une sécurité aux prêteurs en cas de détresse financière.

En effet, ils considèrent que pour des causes de solvabilité, l'actif immobilisé d'une firme doit être financé totalement par les fonds permanents c'est-à-dire les capitaux propres et les dettes à long moyen terme. Au cas contraire, par symétrie des postes du bilan, la trésorerie de l'actif serait inférieure aux dettes à court terme de l'entité ; ce qui mettrait celle-ci dans une situation délicate en termes de solvabilité. Par conséquent, la hausse de la part de l'actif immobilisé dans l'actif total du bilan entraîne une hausse des fonds permanents.

Ainsi, pour ce qui est de l'influence de la tangibilité sur la structure financière des entreprises, les résultats sont conformes aux prescriptions de la TOT et rejoignent ainsi ceux de Rajan & Zingales (1995), « Bahsh et al. (2018), Anshu et al. (2017), Chang (2010).

On a mesuré les économies d'impôt non liées à l'endettement dans la littérature anglo-saxonne par la variable **Ndts**, représentant le rapport entre la Dotation aux Amortissements (**DA**) et le total de l'actif de l'entreprise. Les résultats des tests relatifs aux rapports qu'entretient cette variable avec les différentes mesures de la structure financière sont présentés dans le Tableau. Le résultat principal qui découle de ce Tableau ...est l'obtention d'un lien négatif significatif au seuil de 1%, entre la variable **Ndts** et le ratio d'endettement total. Ce qui s'interprète littéralement comme l'existence d'un lien inverse entre les économies d'impôt non liées à l'endettement et la structure financière globale des entreprises cotées. Ce résultat corrobore l'hypothèse **H5** qui stipule que les économies d'impôt non liés à l'endettement sont négativement corrélées au niveau d'endettement total.

Ce résultat prévisible s'explique à partir de la prédiction de la TOT issue de la thèse de DeAngelo & Masulis (1980) selon laquelle les avantages non liés à l'endettement sont des remplacements aux avantages fiscaux de l'endettement. Ainsi, une entreprise avec de grandes économies d'impôt non liés à la dette, toutes choses égales par ailleurs, utilisera moins de dettes. Les conclusions sont ainsi conformes à celles de la plupart des travaux de chercheurs tels qu'Ozkan (2001), Huang & Song (2002), Sogorb-Mira & Lopez-Gracia (2003) et Deesomsak et al (2004).

Cette garantie de la dette provient du fait que les entités investissent lourdement des immobilisations corporelles, et donc entraînent des niveaux relativement élevés d'amortissement et de crédits d'impôt, ont tendance à avoir un ratio d'endettement plus élevé ; ce qui se traduit par une relation positive entre les **Ndts** et l'endettement.

Le coût de financement, représenté par la variable **Coût Fin** et mesuré comme l'ont fait Fama & French (2000) et Kremp & Stöss (2001) par les charges financières, affiche une relation positive et significative avec le ratio d'endettement total. Ce résultat corrobore l'hypothèse **H7** et est conforme aux prédictions de la TOT. On peut donc expliquer que les entreprises de l'échantillon, qui, il faut le rappeler, représentent 63,6% des entreprises cotées à la BRVM et donc sont représentatives des entreprises cotées à la bourse de l'UEMOA, déterminent leur structure financière en tenant compte des charges financières. Plus les charges sont importantes et que les règlements croissent, plus leur structure financière croît. Cette situation s'explique, selon la TOT, par le fait que le paiement des charges renforce la confiance des bailleurs.

Autant la POT, sur la base de l'argumentation mentionnée ci-dessus, explique le rapport positif du coût de financement et du niveau d'endettement, autant, la TOT, sur la base du comportement de conservatisme de la dette, justifie le signe de cette relation.

Ainsi, le raisonnement selon lequel l'entreprise a recours à l'endettement parce qu'elle s'acquitte de ses charges financières, rejoint les conclusions de (Chipeta, 2016).

Les résultats prouvent l'existence d'une influence négative et significative entre la taille du Conseil d'administration et le ratio d'endettement. Ce résultat confirme ceux de Berger et al. (1997), Abor (2007) et Romdhane (2015) qui soutiennent que les grands Conseils préfèrent

les faibles niveaux d'endettement. Les grands Conseils peuvent mettre la pression sur les propriétaires et les dirigeants en exigeant plus de capitaux propres pour améliorer la rigidité financière de l'entité et diminuer ses probabilités.

## 5. Conclusion :

Le but essentiel de cette recherche était de fournir notre apport dans un domaine de recherche qui suscite de nombreuses réflexions dans le contexte des entreprises ouest-africaines cotées, particulièrement celles de la BRVM : les déterminants de la structure financière. Pour ce faire, trois points essentiels ont été au centre de cette réflexion, analyser le comportement de financement des entreprises cotées ; examiner l'influence des caractéristiques afférentes à l'entreprise sur le niveau d'endettement des entreprises et enfin examiner l'influence des caractéristiques afférentes à la gouvernance d'entreprise sur le niveau d'endettement.

Une démarche méthodologique reposant sur une approche hypothético déductible a été menée. Les entreprises de notre échantillon évoluant dans des pays et secteurs différents et dans des conditions institutionnelles et juridiques différentes, nous avons utilisé les données de panel avec une approche statique (effet fixe et aléatoire) et une approche dynamique des moments généralisés en étape 1 et étape 2.

Les résultats issus des estimations indiquent que sur l'ensemble des variables du modèle, seules les variables taille, tangibilité, rentabilité, coût de financement, taille du conseil d'administration et économie d'impôt non liées à l'endettement sont significatives. Plus précisément, les résultats relatifs aux déterminants traditionnels (taille, tangibilité et cout de financement) de la structure du capital affichent une influence positive et significative sur le niveau d'endettement. Ces résultats corroborent l'hypothèse de départ et sont cohérents avec les prédictions de la TOT. Tandis que les relations suivantes testées sont celles existantes entre la rentabilité, l'économie d'impôt liée à l'endettement, la taille du conseil d'administration et la structure financière. Le terrain d'étude a révélé une relation inverse et significative, et ce, quel que soit le modèle utilisé. Ce qui n'est pas surprenant quand on sait que c'est l'une des relations théoriques en finance d'entreprise les plus corroborées empiriquement. Elle suppose, comme le prévoit la POT, que les entreprises cotées à la BRVM comme la plupart des entreprises cotées partout ailleurs préfèrent profiter, pour se financer, de l'excédent de ressources financières internes que leur apporte la bonne santé de leurs affaires parce que ce type de financement est moins coûteux que le financement externe.

L'originalité de notre étude tient au fait qu'il n'existe pas d'étude empirique sur l'analyse des déterminants de la structure financière des firmes cotées de l'UEMOA qui prend en compte la gouvernance d'entreprise. Notre travail se veut être un découvert, mais toutefois, se démarque d'elle, par le fait qu'il prend en compte à la fois les déterminants afférents à l'entreprise et à la gouvernance d'entreprise. Il porte sur des données primaires collectées auprès de datastream et s'intéresse spécifiquement à la BRVM. Il vient apporter sa modeste contribution pour combler aux manquements des travaux antécédents.

- **Apports Théoriques :**

Ainsi, à la lumière de nos résultats exposés dans le contexte des entreprises cotées de l'UEMOA, notre apport théorique vient renforcer les conclusions qui ont été avancées dans d'autres études menées et contextes comme en Égypte (Ahmed, 2019) ; en Jordanie (Bahshr, 2018), à Dubai (Yomna, 2017) et (Hando, 2017)).

- **Apports Méthodologiques :**

Au niveau méthodologique, la contribution principale de cette recherche réside dans l'utilisation de la méthode dynamique des moments généralisés étape 1 et étape 2 avec une variable retardée « variable exogène ». Ainsi le but poursuivi dans l'utilisation de cette

méthode repose sur le fait que la variable exogène retardée a servi à identifier les habitudes d'endettement des entreprises. Cette démarche a considérablement contribué dans l'élaboration de notre étude quantitative à travers l'identification des variables issues de la littérature. Elle nous a permis d'enrichir notre connaissance sur le phénomène étudié. Cependant, force est de constater que peu de recherches ou de travaux scientifiques ont recours à cette méthode.

Le recours à la méthode dynamique des moments généralisés pour tester notre modèle de recherche à partir d'un instrument retardé et vérifier la significativité des variables exogènes sur la variable endogène constitue également un apport significatif de cette recherche. Aussi, la pratique de cette méthode a permis de montrer la culture d'endettement des entreprises cotées.

- **Apports Managériaux :**

En dehors des contributions théoriques et méthodologiques enrichissantes sur l'analyse des déterminants de la structure financière, notre travail de recherche permet également de faire des propositions aux praticiens pour une meilleure prise en compte des facteurs qui influencent le comportement d'endettement des entreprises afin de parvenir à satisfaire les besoins de financement. Les recherches en sciences de gestion ayant le souci d'améliorer directement ou indirectement les pratiques financières, notre étude sur les déterminants de la structure financière aura une importance que si elle présente des propositions pour améliorer la facilité de lever des fonds.

Ainsi, ce papier servira de guide aux praticiens dans le montage de leur dossier pour lever facilement des fonds. Le financement bancaire étant très coûteux, les banques peuvent surveiller étroitement l'entrepreneur et peuvent lui imposer leurs conditions. L'identification des facteurs qui peuvent impacter sur l'octroi de crédit permet à l'entreprise d'accroître ses chances de financement par un large nombre d'investisseurs et consolide ainsi son pouvoir de négociation avec les organismes de crédit, ce qui lui assure la réduction du coût du capital.

- **Perspectives**

Au terme de cette étude, nous pouvons toutefois présager étendre un certain nombre de points qui pourront faire l'objet de développements ultérieurs. Il faudrait, d'abord, ajouter des nouvelles variables spécifiques au secteur d'activité et à l'environnement institutionnel en prenant compte entre autres le système juridique, l'indice de corruption, etc. Ensuite, il serait intéressant d'analyser les différentes composantes de l'endettement des firmes (dette à court et à long terme, la dette commerciale) et de vérifier une substitution éventuelle entre elles. On peut également essayer de vérifier uniquement la structure du capital avec le compartiment action ou le compartiment obligation dans la mesure, toujours dans le contexte du marché boursier de la BRVM. Finalement, il faudrait tenir compte de certaines conventions et clauses dans les contrats de la dette comme remboursement prévu des obligations et la convertibilité des dettes.

## Références

- (1) ABOR, J. (2007). Corporate Governance and Financing Decisions of Ghanaian Listed Firms. *Corporate Governance*, p. 83-92.
- (2) AHMED, S & AMINA, B. (2019). The firm level determinants of capital structure of non-financial firms in Egypt. *International Journal of Financial Research* Vol. 10,
- (3) AKMAL, R. (2015). Gouvernance d'entreprise et structure du capital : les entreprises de tissage textiles cotées du Pakistan. *International Journal of Financial Research* Gates.
- (4) ALIPOUR, M., MOHAMMANDI, M. F. S., & DERAKHSHAN, H. (2015). Determinants of capital structure: an empirical study of firms in Iran *International*, p. 53-83.
- (5) ANSHU, H. (2017). Les déterminants de la Structure du capital en Inde. *Journal of Financial*
- (6) AYUIB, A. & HASSAIN.F (2012). Impact of Firm Specific Factors on capital structure Decision: An Emprical Study of Bangladeshi Compagnies.
- (7) BAHSH & al. (2018). Déterminants de la structure du capital des entreprises cotées en Jordanie. *International Journal of Economics and Financial Issues* Vol 8.
- (8) BAKER, M. & WURGLER, J., (2002). Market timing and capital structure, p. 1-32.
- (9) BANCEL, F. & MITTOO, U. (2004). Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice; a Survey of European Firms. *Financial Management*, vol. 33, no 4,
- (10) BAYRAKDAROGLU, A. ILHAN, A. & NUSRET (2013). A Panel Data analysis of Capital structure Determinants: Empirical Results from Turkish Capital Market.
- (11) BELKHIR, M. MAGHYEREH. & AWARTANI, B (2016). Institutions and corporate capital structure in the MENA region. *Emerging Market Review*, p 99-129.
- (12) CHAKRABORTY, I. (2010). Capital structure in an emerging stock market: The case of India. *Research in International Business and Finance* 24, p. 295-314.
- (13) CHANGANI, A. & AI (2013). L'effet de la structure de propriété, gouvernance d'entreprise et structure du capital sur les entreprises cotées du marché Téhéran.
- (14) CHIPETA, C., & DERESSA, C. (2016). Firm and country specific determinants of capital structure in Sub Saharan Africa. *International Journal of Emerging Markets*, p. 649-673.
- (15) COLOT, O. & CROQUET, M. (2007). Les déterminants de la structure financière des entreprises belges. Etude exploratoire basée sur la confrontation entre la theorie des préférences de financement hiérarchisées et la détermination d'un ratio optimal d'endettement. *Reflets et perspectives de la vie économique*, p. 177-198.
- (16) DE ANGELO, H., & MASULIS, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*; p. 3-29.
- (17) DE JONG, A., KABIR, R. & NGUYEN, T. T. (2008). Capital structure around the world; the roles of firm and country-specific determinants. *Journal of Banking & Finance* 32 (9); p. 1954-1969.
- (18) DEESOMSAK, R.; PAUDYAL, K. & PESCIOTTO, G. (2004). The Determinants of capital structure: Evidence from the Asia Pacific Region. *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 14, p. 387-405.
- (19) DELCOURE, N. (2007). The determinants of capital structure in transitional economies. *International Review of economics and finance* 16, p. 400-415.
- (20) DEWL. A. (2020). Mécansime de gouvernance d'entreprise et structure du capital : cas Malaisie. *International Journal of Law and Management*, Reseach Gates.
- (21) EZEHOA, A. E. (2011). Firm versus industry financing structures in Nigeria. *African Journal of Economic and Management Studies*, p. 42-55.

- (22) FAMA, E.F. & AI. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies* 15, p. 1-33.
- (23) FRANK, M. & GOYAL, Y. K. (2003). Capital structure decision.
- (24) FRANK, M.Z & GOYAL, V. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important? *Financial Management* 38, p. 1-37.
- (25) GAUD, P. & JANI, E. (2002). Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses : une étude empirique. *Cahiers de recherches HEC Genève*.
- (26) GODBILLON-CAMUS, B. & WEILL, L. (2001). Influences institutionnelles et politiques des fonds propres en Europe. *LARGE, Université Robert Schuman*.
- (27) GONZALEZ, V.M. & GONZALEZ, F. (2008). Influence of bank concentration and institutions on capital structure: New international evidence. *Journal of corporate finance*, vol. 14, no4, p. 363-375.
- (28) HABASHY & AI (2018). Déterminants de la structure du capital dans le contexte de la gouvernance des entreprises Egyptiennes Cotées.
- (29) HENNESSY, C. & WHITED, T. (2007). How costly is external financing? Evidence from a structural estimation. *Journal of finance* 62, p. 1705-1745.
- (30) HERGLI, S. & TEULON, F. (2013). Les déterminants de la structure du capital : le cas tunisien. *The global journal of finance and economics, research, Gates*.
- (31) HOVAKIMIAN, A., OPLER, T. & TITMAN, (2001). The debt- Equity Choice. *Journal of financial and Quantitative Analysis* (36), p. 1-24.
- (32) HUANG, R. & RITTER, J. (2009). Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment. *Journal of financial and quantitative analysis* 44, p. 237-271.
- (33) JENSEN, M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Fiance and TAKEOVERS. *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, p. 323-329.
- (34) KASUM, G. & al. (2017). Discrimination of Different Body Structure Indexes of Elite Athletes in Combat Sports Measured by Multi Frequency Bioimpedance Method
- (35) KAYA, D. H. (2007). A broader test of market timing theory of capital structure. PHD Thesis Tech University
- (36) KAYO, E. K. & KIMURA, H; (2011). Hierarchical determinants of capital structure. *Journal of Banking & Finance*, p. 358-371
- (37) KOFI, AFOLABI, J. & al. (2017). Déterminants de la structure du capital : Cas des entreprises ghanéennes (les grandes entreprises cotées et non cotées)
- (38) KORSAL, B. OMRAN, C. & ODUNCU, A. (2014). Determinans of Capital Structure: Evidence from a Major Emerging Market Economy. Working Paper.
- (39) KREMP, E. & STÖSS, E. (2001). L'endettement des entreprises industrielles françaises et allemandes : des évolutions distinctes malgré des déterminants proches. *Economie et Statistique*, p. 153-171.
- (40) LIPSON, M. & MORTAL. S. (2010). Liquidity and capital structure. *Journal of Financial Markets*, vol. 28, p. 345-356
- (41) MBAWUNI, J. & al. (2017). Determinants of capital Structure of listed firms in Ghana evidence using a Dynamic System Gmm.
- (42) MODIGLIANI F. & MILLER, M. (1958), The cost of capital, corporation Finance and the theory of investment, *The American Economic Review*, Vol. 48, no 3, p. 261-297.
- (43) MYERS, S. & MAJLUF, S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of financial Economics*, Vol. 13, No 2, p. 187-221.
- (44) MYERS, S. (2001). Capital structure. *Journal of economic perspectives*, p. 81-102.

- (45) NAVEED, A. & AI. (2010). Determinants of capital structure: A case of life insurance sector of Pakistan. *European Journal of economics, Finance and administrative Sciences*, p. 7-12.
- (46) OUATTARA, A. (2017). Institutions, instabilité politique et maturité de la dette des sociétés cotées à la BRVM. AFC Afrique-2eme JEACC.
- (47) OZKAN Aydin, (2001). Determinant of capital structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 28, p. 175-198.
- (48) PANDEY, I. M. (2001). Capital structure and the firm characteristics: Evidence from an emerging market.
- (49) PFEFFER, J. (1997). *New direction for organization theory: Problems and Prospects*, Oxford University Press.
- (50) PHILIPPE, G. & AI. (2003). the capital structure of swiss compagnies; an empirical analysis using dynamic panel data. *Journal of finance*, vol. 4, p. 46-62.
- (51) RAJAN, R. & ZINGALES, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data, *Journal of Finance*, vol. L, no5, p. 1421-1460.
- (52) ROMDHANE, M. (2015). Impact de la structure de propriété et de la gouvernance sur la structure du capital des entreprises Tunisiennes). *Revue recherches en sciences de gestion-management sciences-ciencias de Gestion*, no108, p. 113-132.
- (53) SHAHAR, W. S.; BAHARI, N. F. & AHMAD, N. W. (2015). A Review of capital structure theories: Trade-off theory, Pecking Order Theory and Market Timing Theory. *International conference on Management and Muamalah*.
- (54) SHYAM-SUNDER Lakshmi & MYERS Stewart C., (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure, *Journal of Financial Economics*, p. 219-244.
- (55) SOGORB-MIRA, F. & LOPEZ-GRACIA, J. (2003). Pecking Order Versus Trade-off: An Empirical Approach to the Small and Medium Enterprise Capital Structure Capital structure.
- (56) UDDIN, M.N. & HOSEN, M. (2019). La Gouvernance d'entreprise influence-t-elle l'effet de levier structure au Bangladesh? *International Journal of Financial Studies*.
- (57) VIJAYAKUMARAN, S. & VIJAYAKUMARAN, R (2019). Gouvernance d'entreprise et structure du capital des entreprises chinoises cotées. *Journal of Asian Finance, Economics and Business* Vol 6 No 3, p. 67-79.
- (58) WIWATTANAKANTANG, Y. (1999). An empirical study on the determinants of capital structure of Thai firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, no7, p. 371-403.
- (59) WU, L. & YUE, H. (2009). Corporate tax, capital structure, and the accessibility of bank loans: Evidence from china. *Journal of Banking and Finance* 33, p 30-38.
- (60) YANG, C. et al (2009). Co-determination of capital structure and stock returns A LISREL approach: An empirical test of Taiwan stock markets. *Science direct*. Volume 50, p. 222-233.
- (61) YOMNA, A. (2017). Capital structure in a tax-free economy: evidence from UAE". *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, Vol. 10 Issue: 1, p.102-116.