



L'impact des mécanismes de gouvernance sur la performance des entreprises marocaines cotées

The impact of governance mechanisms on the performance of Moroccan listed companies

Mohamed BOUSETTA¹

¹Docteur en économie et gestion

Abstract: *The purpose of this paper is to empirically test the impact of governance mechanisms on corporate performance. We have to do this, base our study on two particular mechanisms, namely the ownership structure, through the concentration of ownership and the nature of certain shareholders, and the board of directors characterized by its size and degree of its independence. Based on a sample of 49 Moroccan companies listed during the period from 2008 through 2015, the results of a multiple linear regression show that, apart from the institutional property, the other attributes of the ownership structure and the council of administration do have the positive effect assumed by our predictions.*

Key Words: Corporate governance, Corporate performance, Board of directors, Ownership structure.

Résumé: *L'objectif de ce papier est de tester empiriquement l'impact des mécanismes de gouvernance sur la performance des entreprises. Pour ce faire, nous nous sommes intéressés à deux mécanismes en particulier, à savoir la structure de propriété, à travers la concentration de la propriété et la nature de certains actionnaires, et le conseil d'administration caractérisé par sa taille et le degré de son indépendance. Sur la base d'un échantillon de 49 entreprises marocaines cotées, observées entre 2008 et 2015, les résultats d'une régression linéaire multiple montrent que mise à part la propriété institutionnelle, les autres attributs de la structure de propriété et du conseil d'administration présentent bel et bien l'effet positif supposé par nos prédictions.*

Mot clefs: Gouvernance d'entreprise, Performance de l'entreprise, Conseil d'administration, Structure de propriété.

1. INTRODUCTION

Depuis les travaux fondateurs de Berle et Means (1932) et ceux de Jensen et Meckling (1976), un peu plus tard, la question de l'efficacité des mécanismes de gouvernance et leur capacité à contraindre les dirigeants à s'aligner sur les intérêts des actionnaires, n'a cessé de faire débat aussi bien en théorie qu'en pratique. L'objectif étant de déterminer les conditions du fonctionnement optimal de ces mécanismes et mettre en évidence l'effet potentiel qu'ils pourraient avoir sur la richesse des actionnaires (Fama et Jensen, 1983 ; Shleifer et Vishny, 1997 ; Allouche et Amann, 2000 ; Haniffa et Hudaib, 2006).

Si un consensus en faveur d'un effet notoire de ces mécanismes sur la performance de l'entreprise a gagné du terrain ces dernières années, des événements comme les affaires Enron et Vivendi dans le début des années 2000, et plus récemment le cas de Carlos GHOSN, suggèrent que dans leur quête de pouvoir et d'enracinement dans l'entreprise, les dirigeants entreraient en possession de leviers leur permettant de se soustraire à la discipline qui leur est imposé pour poursuivre des objectifs autres que ceux des actionnaires. Ils profiteraient, en effet, de la latitude qui leur est laissée pour entreprendre des manœuvres susceptibles de d'affaiblir voir d'annihiler les mécanismes de contrôle mis en place par les actionnaires (Alexandre et Paquerot, 2000 ; Bergery, 2011). Ceci pour s'approprier des avantages personnels plus importants, accroître leur latitude dans les choix stratégiques et au final, diminuer la probabilité de leur révocation.

Notre propos est ainsi d'évaluer, dans le contexte des émetteurs marocains, l'impact des mécanismes de gouvernance sur la performance de l'entreprise. Pour ce faire, nous allons nous intéresser à deux mécanismes en particulier, à savoir la structure de propriété, à travers le degré de sa concentration et la nature de certains actionnaires, et le conseil d'administration caractérisé par sa taille et le degré de son indépendance.

La suite de l'article s'organise de la façon suivante. Une première section où il sera question d'exposer une synthèse de la littérature et les hypothèses de recherche sur les liens entre les mécanismes de gouvernance étudiés et la performance de l'entreprise. Une deuxième section présente la méthodologie et les données nécessitées par la recherche. Puis arrive en fin une troisième section dans laquelle les principaux résultats sont exposés et discutés.

2. Mécanismes de gouvernance et performance de l'entreprise: cadre théorique et hypothèses de la recherche.

En l'état actuel de la recherche, une abondante littérature s'est attachée à étudier la capacité des mécanismes de gouvernance à réduire les coûts d'agence résultant de la divergence des intérêts entre les actionnaires et les dirigeants. Dans cette configuration, la

gouvernance a été assimilée à un ensemble de mécanismes, d'incitation et de surveillance, qui visent à prévenir les intérêts des actionnaires contre les risques d'expropriation par les dirigeants, mais aussi de contrôler leur choix de gestion pour les aligner sur les critères de maximisation de la valeur actionnariale (Charreaux, 1997).

Cette section met en évidence les hypothèses de recherche à partir d'une revue de la littérature concernant l'incidence des attributs de la structure de propriété et du conseil d'administration sur la performance de l'entreprise.

2.1 Impact de la structure de propriété sur la performance de l'entreprise

Selon la théorie de l'agence, la structure de propriété peut déterminer, sous certaines conditions, la qualité du contrôle imposé aux dirigeants et permettre, via la convergence des intérêts, de contenir les coûts de transaction et d'agence. La littérature souligne que ces conditions correspondent à deux dimensions de la structure de propriété en l'occurrence la concentration du capital et la nature de certains actionnaires, en particulier l'actionnariat des investisseurs institutionnels et des dirigeants.

2.1.1 La concentration de la propriété.

Pour plusieurs auteurs, la concentration de la propriété constitue un gage d'efficacité du contrôle des dirigeants et par conséquent de création de valeur actionnariale (Demsetz, 1983 ; Jensen, 1990 ; Shleifer et Vishny, 1997). Les actionnaires majoritaires, sont en effet, plus incités à s'investir dans le contrôle de la gestion de leur entreprise. Ces derniers détiennent suffisamment de droits de vote pour assoir un contre-pouvoir face à l'équipe dirigeante. Ils sont également mieux informés de la situation de l'entreprise et peuvent mobiliser plus aisément les ressources nécessaires pour protéger leurs intérêts contre les dérives managériales.

En ce sens, les recherches antérieures ont montré que plus la propriété est concentrée, plus le contrôle de la gestion des dirigeants par les actionnaires est rigoureux et efficace et plus l'entreprise est performante (Shleifer et Vishny, 1986 ; Agrawal et Knoeber, 1996 ; Alexander et Paquerot, 2000 ; Boubaker et El Houcine, 2013).

En effet, contrairement aux petits porteurs, qui préfèrent agir en « *free riders* » et profiter des efforts de contrôle fournis par les autres actionnaires, les propriétaires majoritaires ont tout à gagner de s'investir dans la supervision des dirigeants et accepter de supporter seuls les coûts liés à cette supervision. Dans les faits, l'intérêt qu'ils y trouvent est double ; le premier consiste en des gains communs (*shared benefits of control*) correspondant à la fraction de la richesse créée qui revient à l'ensemble des actionnaires, le second intérêt correspond à des gains privés (*private benefits of control*)

dit également rentes de contrôle qui reviennent exclusivement à l'actionnaire contrôleur (Ehrhardt et Nowak, 2001).

De ce qui précède, nous constatons que les études antérieures attestent bien l'apport significatif de la concentration de la propriété à la performance de l'entreprise. Nous suggérons ainsi l'hypothèse suivante :

Hypothèse 1 : La concentration de la propriété améliore significativement la performance de l'entreprise.

2.1.2 La propriété institutionnelle.

Devenus, au cours des dernières années, des acteurs incontournables de la gouvernance des entreprises et de leurs structures capitalistiques. Le rôle croissant des investisseurs institutionnels a suscité une littérature abondante qui a reconnu à ces acteurs un rôle actif dans la surveillance des dirigeants. Au sens de cette littérature, l'activisme institutionnel se justifie par l'importance des participations détenues, ce qui leur confère suffisamment de droits de vote pour influencer les orientations financières et stratégiques des entreprises de leurs portefeuilles (Agrawal et Madelker, 1992).

L'efficacité du contrôle dépendrait, par ailleurs, de leur indépendance par rapport au management (Brickley et al., 1988) et de leur expertise professionnelle (Ben ali, 2007). Ils disposent, en effet, de compétences poussées en matière de traitement d'informations de l'entreprise, de ses perspectives de développement et de la qualité de sa gestion (Zéghal, 2005). L'importance et la diversité de leurs portefeuilles impliquent aussi une meilleure connaissance de l'environnement de l'entreprise et des performances de son secteur d'activité.

A ces égards, ces différents arguments nous amènent à penser que la participation des investisseurs institutionnels dans le capital des entreprises est créatrice de valeur. De ce fait, nous formulons l'hypothèse suivante :

Hypothèse 2 : L'actionnariat institutionnel contribue significativement à la performance de l'entreprise.

2.1.3 La propriété managériale.

Une deuxième catégorie d'actionnaires mérite d'être étudiée : il s'agit des dirigeants eux-mêmes. Selon les théories de gouvernance, dans la branche relative à la relation d'agence, Morck, Shleifer et Vishny (1988) font opposer deux thèses concurrentes pour l'analyse de la relation entre l'actionnariat managérial et la performance de l'entreprise.

La première est la thèse de la convergence des intérêts qui stipule que plus le capital détenu par les dirigeants est important, plus l'alignement des intérêts managériaux

sur ceux des actionnaires est assuré. En effet, la participation des dirigeants dans le capital des entreprises qu'ils gèrent leur garantit une part de la rente qu'ils ont contribué à créer ce qui les incite à adopter des comportements en faveur de la maximisation de la valeur actionnariale. En même temps, cette solution permet de réduire le coût du contrôle à la charge des actionnaires car elle est supposée réduire l'opportunisme des dirigeants à leur égard.

Dans la seconde, dite thèse d'enracinement, l'accroissement du pourcentage de capital détenu par les dirigeants est synonyme de leur enracinement. Ces derniers, possédant suffisamment de droits de vote, peuvent l'utiliser pour accroître leur pouvoir sur les autres parties prenantes et gérer ainsi l'entreprise dans une optique contraire à la maximisation de la valeur. En ce sens, nombreuses sont les études qui ont souligné l'existence d'un seuil de détention au-delà duquel l'effet de la propriété managériale sur la performance est négatif puisque l'effet de l'enracinement l'emporte sur celui de la convergence des intérêts. Les récents travaux de Hu et Zhou (2008), en Chine, et Arshad et Javid (2014), au Pakistan, confirment cette tendance et constatent que la performance de l'entreprise est optimale lorsque la proportion du capital détenue par les dirigeants est faible, et qu'elle se dégrade à mesure que ce niveau de détention s'accroît.

Ainsi, nous pouvons dire que, dans tous les cas, la propriété managériale a un effet direct sur la performance de l'entreprise. De ce fait, nous pouvons formuler l'hypothèse suivante :

Hypothèse 3 : La propriété managériale assure, par la convergence des intérêts, l'amélioration de la performance de l'entreprise.

2.2 Impact du conseil d'administration sur la performance de l'entreprise

Selon le courant positif de la théorie de l'agence, le conseil d'administration s'apparente à une solution organisationnelle efficace permettant de maximiser la richesse des actionnaires (Charreaux, 1998). Son rôle consiste à contrôler les dirigeants en les incitant à être performants à travers la fixation de leur rémunération, ou les menaces de leur révocation (Boujenoui et al., 2004). Il permet également d'entrer en possession de certaines ressources indispensables à l'organisation par la captation de compétences externes.

Ainsi, pour en apprécier l'efficacité, nous avons volontairement limité le nombre de caractéristiques qui déterminent l'influence du conseil sur la performance à deux : la taille et l'indépendance de ces membres.

2.2.1 La taille du conseil d'administration

Concernant la taille, deux courants de pensée se dégagent de la littérature. Selon le premier courant, soutenu initialement par Jensen (1993) et repris par Yermack (1996), Huther (1996) et d'autres, plus le nombre d'administrateurs siégeant au sein du conseil est important, plus il y a de coalitions et de conflits de groupe, et plus grande sera sa domination par les dirigeants. Par contre, la taille réduite du conseil permet une meilleure communication, une coopération plus productive entre ses membres et une prise de décision plus optimale. En effet, si l'accroissement de la taille du conseil s'accompagne d'une amélioration de l'activité de contrôle, les gains associés sont vite rattrapés par les coûts de communication et de prise de décision imputables au fonctionnement des grands groupes (Lipton et Lorsch, 1992).

Parallèlement, un courant opposé défend l'idée selon laquelle l'accroissement de la taille du conseil permet à l'entreprise d'accéder aux ressources cognitives nécessaires à la création de valeur. Ce courant repose sur les arguments de la théorie de la dépendance envers les ressources qui sous-entend que l'efficacité du conseil d'administration dépend de sa capacité à mobiliser des ressources indispensables à l'entreprise. En ce sens, le conseil élargi permet à l'entreprise, à travers les nombreux administrateurs amenés à y siéger, de faire face à l'incertitude environnementale par les ressources spécifiques apportées par chaque administrateur (Zahra et Pearce, 1989).

De ce qui précède, nous constatons que l'existence d'un effet positif ou négatif de la taille du conseil d'administration sur la performance de l'entreprise est défendue par ses partisans avec une même richesse d'arguments. Pour notre cas, nous nous reposerons sur les arguments de la théorie de la dépendance envers les ressources, et supposons que :

Hypothèse 4 : La performance de l'entreprise est positivement dépendante de la taille du conseil d'administration.

2.2.2L'indépendance du conseil d'administration

Un autre aspect de la qualité du conseil d'administration et de l'efficacité de son fonctionnement a trait au degré d'indépendance de ses membres. La théorie de gouvernance, tant dans sa branche disciplinaire que cognitive, insiste sur la nécessité de la représentation des administrateurs indépendants dans le conseil. Les administrateurs internes ne disposant pas de suffisamment de pouvoir pour s'opposer aux décisions managériales sans compromettre leur avenir dans l'entreprise (Weisbach, 1988 ; Rosenstein et Wyatt, 1997). De même, leur affiliation hiérarchique peut engendrer des transferts de la richesse actionnariale au profit des dirigeants et des administrateurs salariés (Scherrer, 2003). A l'opposé, un conseil dominé par les membres indépendants est plus enclin à contrôler les

dirigeants. Cette indépendance est de nature à garantir la liberté et l'impartialité de leurs jugements leur permettant d'exercer un contrôle rigoureux des dirigeants (Fama et Jensen, 1983).

Par ailleurs, l'intérêt pour une représentation externe se justifie également par le rôle que les administrateurs externes jouent dans la création de valeur. Ils apportent, en fait, à l'entreprise leur expérience et leur expertise ainsi qu'un accès aux ressources rares et à l'information privilégiée de son environnement (Charreaux, 2008).

A la lumière de ces arguments, nous pouvons soutenir que le degré d'indépendance du CA influe positivement sur la performance des entreprises, d'où l'hypothèse suivante :

Hypothèse 5 : La performance de l'entreprise est dépendante positivement de la proportion des administrateurs indépendants.

Au final, la synthèse des hypothèses formulées est présentée dans le tableau suivant :

Tableau -1: Synthèse des hypothèses de la recherche.

Hypothèses	Déterminants	Effet attendu sur la performance de l'entreprise
H1	Concentration de la propriété	+
H2	Propriété institutionnelle	+
H3	Propriété managériale	+
H4	Taille du conseil d'administration	+
H5	Indépendance du conseil	+

3. Méthodologie

Cette section présente la méthodologie retenue pour constituer l'échantillon (2.1.), définit et opérationnalise les concepts utilisés (2.2.) et enfin traduit le modèle de recherche en une forme économétrique testable pour confirmer ou réfuter les hypothèses formulées (2.3).

3.1 Echantillon et source de données

Afin de tester les hypothèses formulées, une étude statistique a été menée sur un échantillon de 49 entreprises marocaines cotées à la Bourse de Casablanca durant la période 2008-2015.

Concernant la période d'observation retenue nous avons volontairement choisi d'observer un décalage temporel entre la variable dépendante et les variables indépendantes et de contrôle. Ceci permet d'éviter le risque d'une causalité inverse (Lee et Park, 2008) d'une part, et de laisser du temps aux déterminants des mécanismes de gouvernance étudiés de révéler leurs

impacts sur la performance des entreprises. Ainsi les données relatives à la structure de propriété, au conseil d'administration et aux variables de contrôle ont été collectées pour la période 2008-2012. Les données nécessaires au calcul de la performance de l'entreprise ont été collectées pour la période 2013-2015.

Pour les fins de cette recherche, c'est l'échantillonnage par convenance qui a été retenu. Il s'agit plus précisément d'une méthode non probabiliste dont la constitution de l'échantillon repose sur une sélection subjective dans laquelle la probabilité de sélection de chaque élément n'est pas connue d'avance. En effet, au vu des contraintes liées principalement à la disponibilité des données, nous avons sélectionné les éléments qui ont été les plus facilement accessibles dans la constitution de notre échantillon, avec pour principal objectif l'homogénéité des éléments sélectionnés et la représentativité de la population d'origine.

Les données nécessitées par cette étude proviennent essentiellement du site web de la Bourse de Casablanca et le reste a été collecté manuellement à partir des rapports annuels et des prospectus d'émission disponibles sur les sites internet des sociétés concernées ou celui de l'autorité du marché des capitaux. Les données manquantes ont été recherchées sur les bases de données financières (zonebourse, Bloomberg, Reuters, Etc.) et dans la presse spécialisées (african manager, le magazine du manager, Laviéco, Etc.). Les nombreux recoupements effectués entre les différentes sources confortent la validité interne de nos données et sont un gage de la solidité de notre matériel empirique.

3.2 Définitions et mesures des variables.

Les variables mobilisées pour tester les hypothèses formulées peuvent être divisées en trois groupes :

- La variable performance de l'entreprise est la variable dépendante sur laquelle agissent les autres variables. Dans notre cas, cette variable est opérationnalisée par le *Return On Equity* (ROE) ;
- Les variables indépendantes ou explicatives de notre recherche représentent les attributs des deux mécanismes de gouvernance étudiés. Il s'agit à titre de rappel de la concentration de la propriété et des propriétés institutionnelle et managériale, d'un côté, et de la taille du conseil d'administration et de l'indépendance de ses membres, de l'autre côté ;
- A la manière des études antérieures, notre étude empirique intègre également des variables de contrôle qui présentent une influence potentielle sur les relations soulevées par nos hypothèses. L'inclusion de ces variables permet en effet d'améliorer le degré de validité externe des résultats. Pour ce faire, nous retenons pour notre étude, les variables taille de l'entreprise, son secteur d'activité et le niveau de son endettement.

Tableau -2: Récapitulatif de l'opérationnalisation des variables.

Variables	Notation	Mesures retenues
Variable dépendante		
Performance de l'entreprise	ROE	Le rendement des fonds propres (ROE) = Bénéfice propre/ capitaux propres
Variables indépendantes		
Concentration de la propriété	Conc_K	Le pourcentage des droits de vote détenu par les trois premiers actionnaires.
Propriété institutionnelle	Prop_II	Le pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels
Propriété managériale	Prop_Dg	Le pourcentage du capital détenu par le dirigeant et par les membres de sa famille
Taille du conseil d'administration	Taille_CA	Le nombre total de mandataires
Indépendance du conseil	Indep_CA	Le ratio rapportant le nombre d'administrateurs indépendants au nombre total d'administrateurs
Variables de contrôle		
Taille de l'entreprise	Taille_firm	Le logarithme népérien de la valeur comptable du total actif
Secteur d'activité	Secteur	Une variable binaire muette qui vaut 1 lorsque l'entreprise appartient à un secteur industriel et 0 dans les autres cas
Endettement de l'entreprise	Endett	Le ratio d'endettement qui correspond au rapport entre les dettes financières et le total actif.

3.3 Méthodologie empirique

Compte tenu de l'objectif de notre démarche qui se veut d'appréhender l'impact des caractéristiques de la structure de propriété et du conseil d'administration sur la performance des entreprises marocaines, c'est la régression linéaire multiple qui correspond le plus à notre recherche. La validation empirique des hypothèses formulées passe donc par la réalisation d'une régression linéaire multiple sur la base du modèle multivarié suivant :

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot CONC_K_{it} + \beta_2 \cdot PROP_II_{it} + \beta_3 \cdot PROP_DG_{it} + \beta_4 \cdot TAILLE_CA_{it} + \beta_5 \cdot INDEP_CA_{it} + \beta_6 \cdot TAILLE_FIRM_{it} + \beta_7 \cdot AGE_FIRM_{it} + \beta_8 \cdot ENDETT_{it} + \beta_9 \cdot SECTEUR_{it} + \epsilon_{it}$$

Avec :

β_0	: Constante
B	: Les paramètres à estimer
I	: Le nombre d'observations
T	: L'année de l'observation
ROE_{it}	: Variable mesurant la performance de l'entreprise
$CONC_K_{it}$: Variable mesurant la concentration de la propriété
$PROP_II_{it}$: Variable mesurant la propriété institutionnelle
$PROP_DG$: Variable mesurant la propriété managériale
$TAILL_CA_{it}$: Variable mesurant la taille du conseil d'administration
$INDEP_CA_{it}$: Variable mesurant l'indépendance du conseil d'administration
AGE_FIRM_{it}	: Variable mesurant l'âge de l'entreprise
$TAILLE_FIRM_{it}$: Variable mesurant la taille de l'entreprise
$ENDETT_{it}$: Variable mesurant l'endettement de l'entreprise
$SECTEUR_{it}$: Variable dichotomique indiquant le secteur d'activité de l'entreprise.
ϵ_{it}	: Terme d'erreur

4. Présentation des résultats

Au niveau de cette section, il s'agit, après une première exploration descriptive, d'exposer les résultats de la

régression multiple réalisée et d'en discuter les principales implications.

4.1 Analyse descriptive

Appliquée à notre échantillon de 49 entreprises, l'analyse descriptive a pour objectif de comprendre les grandes tendances et les particularités des phénomènes étudiés. Réalisé à l'aide du logiciel SPSS, ce premier niveau d'analyse porte, à la fois, sur les variables performance, caractéristiques de la structure de gouvernance en termes de structure de propriété et de conseil d'administration, et sur celles en rapport avec les variables de contrôle.

Tableau -3: Statistiques descriptives.

Variables continues	Min	Max	Moyenne	Ecart type
ROE	-16,62	1,36	-0,47	2,87
Conc_K	0,29	0,96	0,72	0,14
Prop_II	0,00	0,88	0,28	0,29
Prop_Dg	0,00	0,99	0,16	0,26
Taille_CA	3	14	7,46	2,56
Indep_CA	0,00	0,67	0,10	0,18
TAILLE_FIRM	7,69	10,61	9,11	0,74
ENDETT	0,0083	0,72	0,35	0,17
Variables dichotomiques	Modalités	Fréquence	Pourcentage	
Secteur d'activité	Industrie (1)	37	75,51%	
	Autres (0)	12	24,49%	

Examinons tout d'abord les statistiques descriptives de la variable dépendante « performance de l'entreprise ». Celles-ci, telle que présentées dans le tableau N° 3, mettent en évidence un ROE moyen de (-0,47) ainsi qu'une grande disparité soulignée par la valeur de l'écart-type (2,87).

La deuxième série d'analyses consiste à décrire et commenter les mesures retenues pour chacune des variables explicatives. Les indications descriptives fournies dans le tableau, montrent que la concentration du capital moyenne est assez importante, avec près de 72% du capital détenu par les trois principaux actionnaires. Les propriétés institutionnelle et managériale sont quant à elles sont relativement moins importantes, les investisseurs institutionnels détiennent une moyenne 28,83% du capital tandis que l'actionnariat managérial s'établit à 15,59%. Nous constatons également une très importante dispersion des observations. La concentration de propriété s'étend d'une valeur minimale de 28,83% à un maximum de 95,99%, la propriété institutionnelle de 0% à 88,46% et de 0% à 99,99% pour la propriété managériale.

Le tableau fait également apparaître que les conseils d'administration étudiés comportent en moyenne 7,46 membres, avec un minimum de 3 membres et un

maximum de 14. Tandis que le taux moyen d'indépendance des conseils d'administration se situe vers 10,34%. Ce taux reste inférieur au tiers des administrateurs recommandé par les principaux codes de bonnes pratiques. Il est à signaler que près de 70% des entreprises ne comptent aucuns administrateurs indépendants dans leurs conseils.

A propos des variables de contrôle. Il apparaît que les entreprises de notre échantillon présentent une moyenne d'âge de 47,53 années et une dispersion très large allant de 18 à 97 années. Quant à la taille, faisant référence à la valeur comptable du total actif, les résultats montrent des observations comprises entre 7,69 et 10,61, avec une valeur moyenne se situant à 9,11. Le ratio d'endettement oscille lui entre 0,0083 et 0,72, avec une moyenne de 0,35.

L'analyse descriptive de la variable « secteur d'activité », l'unique variable dichotomique de notre modèle, fait apparaître qu'un peu plus de 75% des entreprises appartiennent au secteur industriel.

4.2 Résultats et interprétations des tests multivariés.

Nous commençons cette analyse par la vérification de l'adéquation des variables explicatives retenues. Cette vérification est opérée par le test de multi-colinéarité bivariée qui permet de dégager les éventuelles corrélations entre chaque paire de variables explicatives, la détermination de leur intensité et de leur sens.

Tableau -4: Matrice des corrélations (Pearson) entre les variables explicatives

	CONCT_K	PROP_I	PROP_D	TAILLE_C	INDEP_C	ENDET	TAILLE_FIR	SECTEUR
CONCT_K	1							
PROP_II	0,127 Sig. 0,399	1						
PROP_DG	-0,121 Sig. 0,414	-0,339* 0,021	1					
TAILLE_CA	0,400** Sig. 0,005	0,098 0,523	-0,355* 0,014	1				
INDEP_CA	0,046 Sig. 0,754	-0,103 0,501	0,077 0,608	0,232 0,112	1			
ENDETT	0,197 Sig. 0,179	-0,026 0,868	0,037 0,807	0,109 0,465	0,103 0,489	1		
TAILLE_FIRM	0,169 Sig. 0,250	0,097 0,521	-0,125 0,397	0,453** 0,001	0,053 0,721	0,293* 0,046	1	
SECTEUR	-0,154 Sig. 0,291	-0,153 0,311	0,280 0,054	-0,242 0,097	-0,061 0,680	0,147 0,331	0,375* 0,010	1

** La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

* La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

L'examen de la matrice des coefficients de corrélation de Pearson, générée au moyen du logiciel SPSS (tableau 4), permet de noter que toutes les relations affichent des coefficients de corrélation inférieurs à 0,7. Nous pouvons ainsi écarter tout problème de colinéarité entre les variables indépendantes, ce qui est un indice de la qualité du modèle (Kervin, 1992).

Nous portons maintenant notre attention sur les résultats obtenus pour déterminer les variables du modèle les plus discriminantes. Une régression linéaire multivariée est ainsi menée à l'aide du logiciel d'analyse de données SPSS. Cette procédure, prenant en compte l'effet simultané de l'ensemble des variables, permet d'aboutir à un modèle final dont le pouvoir explicatif (F de Fischer et le t de Student), le coefficient de détermination (R-deux et R-deux ajusté) et les coefficients standardisés bêta (β_i) sont présentés dans le tableau suivant :

Tableau -5: Résultats de la régression linéaire multiple

Variables explicatives	Variables à expliquer : ROE		
	Coefficients	t-Student	Sig.
(Constante)		-3,124	0,004
CONC_K	0,364	2,887	0,007
PROP_II	0,047	0,362	0,720
PROP_DG	0,575	4,129	0,000
TAILLE_CA	0,308	2,021	0,052
INDEP_CA	0,184	2,007	0,055
ENDETT	0,173	1,368	0,181
TAILLE_FIRM	-0,066	-0,469	0,642
Secteur	0,144	1,168	0,251
R-deux = 0,680 R-deux ajusté = 0,544 F = 5,019 Sig. = 0,000			

L'appréciation de la qualité globale du modèle fait apparaître une statistique de Fischer de 5,019 avec une probabilité associée inférieure à 1%. L'effet explicatif des variables indépendantes est, ainsi, 5,019 fois plus important que celui des variables indépendantes qui reste inexpliqué et ce avec une significativité inférieure à 1%. L'hypothèse nulle est donc rejetée pour retenir l'hypothèse alternative selon laquelle il existe au moins une variable indépendante qui explique la variable explicative.

Pareillement, ce modèle apparaît globalement pertinent puisque la valeur de 0,544 du coefficient de détermination R²-ajusté indique, au seuil de 1%, que le modèle restitue près de 54% de la variation exprimée dans les données de départ.

Pour ce qui est de la significativité individuelle des variables, l'examen détaillé des coefficients de régression, fournis dans les sorties SPSS du tableau N° 5 ci-dessus, montre que mise à part la variable « propriété institutionnelle », les autres attributs de la structure de propriété et du conseil d'administration présentent bel et bien l'effet positif supposé par nos prédictions.

Dans le détail, la variable concentration de la propriété (CONC_K), exprimée par la part du capital détenue par les trois premiers actionnaires, explique significativement la performance de l'entreprise. Le résultat trouvé est cohérent avec les présomptions de la théorie de l'agence qui considère que la charge de contrôler les dirigeants incombe aux propriétaires majoritaire, c'est-à-dire ceux qui supportent le risque

résultant des actes managériaux (Chatelin-Ertun et Nicolas, 2011).

Un tel résultat peut également être expliqué par le *familisme* qui caractérise le tissu économique marocain. En effet, les économies en coûts d'agence issues de la « convergence des intérêts » dans les entreprises familiales, peuvent expliquer en grande partie la performance de celles-ci. Les droits de propriété majoritairement détenus par la famille dominante confèrent à celle-ci le pouvoir et l'influence nécessaires pour contraindre le gestionnaire, familial ou professionnel, à privilégier les intérêts familiaux. En plus, la volonté de la famille de préserver sa liberté d'action et ses secrets de famille, peut l'amener à privilégier les dirigeants imprégnés des valeurs familiales et avoir moins recours aux profils externes (Charlier et Lambert, 2013).

Dans le même sens, nous remarquons que la propriété managériale contribue également à l'amélioration du niveau de performance. Cette variable constitue, dans notre cas, le facteur le plus significatif de toutes les variables explicatives. Ce résultat peut tout d'abord se justifier par la littérature consacrée à la thèse de « convergence des intérêts » selon laquelle plus le pourcentage de capital détenu par le dirigeant est important, plus l'écart entre les intérêts managériaux et ceux des actionnaires diminue (Jensen et Meckling, 1976 ; Bughin et Colot, 2008 ; Darkos et Bekiris, 2010), diminuant du même coup les tentations opportunistes du dirigeant potentiellement incompatibles avec l'objectif de maximisation de la valeur.

Nous pouvons également supposer que la nature de l'entreprise pourrait être prise en compte pour une meilleure interprétation. En effet, dans l'alignée de Berle et Means (1932), nous avançons que dans les entreprises patrimoniales, aussi bien entrepreneuriales que familiales, la concentration de la propriété dans les mains du dirigeant devrait annuler les problèmes d'agence liés aux conflits d'intérêts et par conséquent améliorer la performance globale.

Concernant l'incidence de l'actionnariat institutionnel sur la performance des entreprises, nos résultats soulignent que la présence des investisseurs institutionnels dans le tour de table des entreprises de notre échantillon n'a pas d'effet significatif sur la variable performance.

Ce résultat non concluant confirme l'absence d'effets significatifs de cette catégorie d'actionnaires sur le niveau de performance. Il valide, de ce fait, la thèse de passivité des investisseurs institutionnels selon laquelle ces acteurs se soucient davantage du rendement à court terme de leurs participations au détriment d'une implication active dans la gestion des entreprises de leurs portefeuilles (Porter, 1992 ; Dong et Ozkan, 2008 ; Bughin et al., 2011).

Il est a priori difficile d'expliquer pourquoi l'actionnariat institutionnel ne soit pas associé significativement à la performance de l'entreprise. Toutefois, un retour sur la

matrice de corrélation (Tableau n° 4) nous permet de suggérer une première interprétation. En effet, le sens négatif de la corrélation entre les propriétés institutionnelle et managériale nous amène à supposer que la concentration de la propriété dans les mains du dirigeant et des membres de sa famille, peut dissuader les investisseurs institutionnels d'entrer dans le capital ou à accroître leurs participations pour pouvoir prétendre à un rôle actif dans les organes de gouvernance.

Une autre explication pourrait provenir de la forme de la propriété institutionnelle au Maroc. Celle-ci, étant caractérisée par une présence importante de l'Etat-actionnaire. Nous relevons, en effet, que les participations institutionnelles sont détenues pour une grande partie par les institutionnels publics sous forme d'institutions financières (CDG, MAMDA-MCMA, CAM) ou de caisses de retraite (CMR, RCAR, CIMR). Il s'avère ainsi nécessaire de s'interroger sur la capacité de l'Etat-actionnaire à exercer ses fonctions de façon active. Ce rôle d'actionnaire a fait l'objet de nombreux rapports d'institutions internationales (OCDE, BAD, BM) donnant lieu à des critiques à l'État en sa qualité d'actionnaire. Ils soulèvent, par exemple, que le contrôle de l'Etat réponde à une chaîne de tutelle complexe qui fait intervenir différentes autorités. Or, l'ingérence politiques et la dilution des responsabilités entre les différents départements de tutelles, peuvent être à l'origine d'un manque de cohérence et une dilution des responsabilités favorisant au final la passivité de son intervention dans les instances de gouvernance des entreprises dans lesquelles il détient des participations.

Concernant le conseil d'administration, la mise en relation de la taille de celui-ci et la performance de l'entreprise fait apparaître une relation positive. Le signe de cette relation se justifie principalement par la théorie de la dépendance envers les ressources qui sous-entend que l'accroissement de la taille du conseil permet à l'entreprise d'accéder aux ressources cognitives indispensables à la création de valeur. Le conseil élargi permet à l'entreprise, à travers les nombreux administrateurs amenés à y siéger, de faire face à l'incertitude environnementale par les ressources spécifiques apportées par chaque administrateur (Coles et al., 2008 ; Piot, 2009).

D'un autre côté, ce résultat contraste avec des travaux antérieurs (Ginglinger 2012 ; Gillet-Monjarret et Martinez, 2012), qui s'appuyant sur le principe de cohésion des groupes, soulignent que plus grande est la taille du conseil, plus il y a de coalitions et de conflits de groupe, et plus grande sera sa domination par les dirigeants. L'accroissement de la taille du conseil renfermerait, par conséquent, des coûts cognitifs et de coordination élevés (Wirtz, 2006). Compte tenu de ces développements, nous pouvons supposer que les gains associés à la diversité des compétences et des expériences des conseils de taille élargie, l'emporte sur les coûts de coordination et de prise de décision imputables au fonctionnement des grands groupes.

Nos résultats montrent également que plus la proportion des administrateurs indépendants est importante, meilleure est la performance de l'entreprise. Ce résultat, qui est en accord avec les recommandations des principaux rapports et codes de bonne gouvernance, est intéressant et admet plusieurs interprétations. La principale repose sur les arguments de Fama et Jensen (1983) qui associent l'efficacité du conseil à la présence d'administrateurs indépendants. La capacité de résistance du conseil face à la discrétion managériale est ainsi renforcée lorsque le conseil est dominé par des membres indépendants (Boone et al., 2007 ; Ginglinger, 2012).

Ce résultat peut également être rapproché de l'approche cognitive de la gouvernance, qui considère le conseil d'administration comme un organe d'accès et de création des ressources et compétences indispensables à la survie de l'entreprise (Charreaux, 2008). Cette analogie ne manque pas d'intérêt, surtout dans une économie dominée par le caractère familial des entreprises. Celles-ci sont, en effet, connues pour leur préférence pour les conseils internes d'où l'intérêt pour un regard neuf et indépendant délié des dynamiques internes. Ces administrateurs permettant d'établir des liens avec l'environnement externe et de percevoir de nouvelles opportunités créatrices de valeur.

Tableau -6:Récapitulatif de la validation des hypothèses.

Hypothèses	Signe attendu	Signe obtenu	Résultat
H1: La concentration de la propriété améliore significativement la performance de l'entreprise.	+	+	Validée
H2: L'actionnariat institutionnel contribue significativement à la performance de l'entreprise.	+	Non significatif	Non validée
H3: La propriété managériale assure, par la convergence des intérêts, l'amélioration de la performance de l'entreprise.	+	+	Validée
H4: La performance de l'entreprise est positivement dépendante de la taille du conseil d'administration.	+	+	Validée
H5: La performance de l'entreprise est dépendante positivement de la proportion des administrateurs indépendants.	+	+	Validée

5. CONCLUSIONS

L'objectif de cette recherche est d'apporter la confirmation empirique de l'effet des mécanismes de gouvernance, en l'occurrence la structure de la propriété et le conseil d'administration, sur la performance de l'entreprise. Pour ce faire, une investigation empirique a été conduite dans le contexte marocain sur des données recueillies auprès d'un échantillon de 49 entreprises inscrites à la côte de la Bourse des valeurs de Casablanca.

Pris ensemble, les résultats obtenus à l'issu de l'estimation d'un modèle de régression multiple, nous ont conduit à confirmer que les attributs de la structure de propriété, excepté la propriété institutionnelle, ainsi que ceux du conseil d'administration jouent un rôle particulier dans le processus de création de valeur. Ainsi, plus la structure de propriété est concentrée et plus la propriété managériale est importante, meilleure est la performance de l'entreprise. De même, aussi importante que soient la taille du conseil et la proportion des membres indépendants y siégeant, le sera la performance de l'entreprise.

Toutefois, au-delà des apports ainsi attribués à cette recherche, elle n'est pas dénuée de limites qu'il convient d'exposer pour mieux orienter les recherches futures.

La première de ces limites est liée à notre terrain d'étude. En effet, pour palier au problème de disponibilité des données, nous avons volontairement ciblé les entreprises marocaines faisant appel à l'épargne publique. Or, ce choix à impliquer un champ d'investigation assez restreint avec l'exclusion involontaire des entreprises d'une certaine taille (PME) et celles à capital fermé (entreprises familiales). Il serait donc intéressant de travailler sur un échantillon plus large comportant des entreprises de tailles différentes et appartenant à différents pays afin de tenir compte de l'hétérogénéité des différents systèmes de gouvernance.

Une autre limite correspond à une limite de la modélisation conceptuelle des phénomènes mobilisés. En effet, devant la panoplie d'attributs de la structure de propriété et du conseil d'administration suggérés par la littérature, seuls les plus répondus ont été retenus pour cette recherche. Or, certaines variables abandonnées pourraient présenter une importance relative dans la vérification des relations supposées par notre problématique. En ce sens, les recherches à venir pourraient intégrer à l'analyse d'autres variables sur les mécanismes de gouvernance étudiées. Ainsi, des paramètres comme la nature de l'actionnaire principal (famille ou Etat, national ou étranger), de l'actionnaire institutionnel (banque ou fond de pension, national ou étranger), ou celle du conseil d'administration (Cumul des fonctions, le nombre de mandats d'administrateur occupé), pourraient également être associées à l'efficacité des deux mécanismes.

REFERENCES

AGRAWAL, A. & KOEBNER, C. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377-397.

ALEXANDRE, H. & PAQUEROT, M. (2000). Efficacité des structures de contrôle et enracinement des

dirigeants. *Revue Finance Contrôle Stratégie*, 3(2), 5-29.

ALLOUCHE, J. & AMANN, B. (2000). L'entreprise familiale : un état de l'art. *Revue Finance Contrôle Stratégie*, 3(1), 33-79.

ARSHAD, H. & JAVID, A.Y. (2014). Does inside ownership matters in financial decisions and firm performance: Evidence from manufacturing sector of Pakistan. *PIDE Working Papers*, 1(107), 1-39.

BOONE, A.L., FIELD, L.C., KARPOFF, J.M. & RAHEJAD, C.G. (2007). The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 85 (1), 66-101.

BOUBAKER, A. & EL HOUCINE, R. (2013). La structure de propriété et la politique de rachat d'actions en France. *La Revue Gestion et Organisation*, 5 (2), 159-166.

BOUJENOUI, A., BOZEC, R. & ZEGHAL, D. (2004). Analyse de l'évolution des mécanismes de gouvernance d'entreprise dans les sociétés d'Etat au Canada. *Finance Contrôle Stratégie*, 7(2), 95-122.

BRICKLEY, J.A., LEASE, R.C. & SMITH, C. (1988). Ownership structure and voting on antitakeover amendments, *Journal of Financial Economics*, 20(1-2), 267-291.

BUGHIN, C. & COLLOT, O. (2008). La performance des PME familiales belges : Une étude empirique. *Revue française de gestion*, 186(6), 1-17.

BUGHIN, C., FINET, A., & MONACO, C. (2011). L'influence des investisseurs institutionnels sur les orientations stratégiques des entreprises : Le cas de Blue Capital au sein du groupe Carrefour. *La Revue des Sciences de Gestion*, 251(5), 177-188.

CHARLIER, P. & LAMBERT, G. (2013). Modes de gouvernance et performances des entreprises familiales françaises en fonction des conflits d'agence. *Revue Finance Contrôle Stratégie*, 16(2), 1-26.

CHARREAUX G. (1997). Le Gouvernement des entreprises, corporate governance : Théorie et Faits, *Economica*.

CHARREAUX, G. (1998). Le rôle de la confiance dans le système de gouvernance des entreprises. *Economies et Société, série Sciences de Gestion*, 8-9.

CHATELIN-ERTUR, C. & NICOLAS, E. (2011). Décision et Gouvernance : proposition d'une typologie des styles de gouvernance. *Revue des*

- Sciences de Gestion- Direction et Gestion. 251, 131-144.
- COLES, J. L., DANIEL, N. D. & NAVEEN, L. (2008). Boards: Does One Size Fit All?, *Journal of Financial Economics*, 87, 329-356.
- DARKOS, A.A. & BEKIRIS, F.V. (2010). Corporate performance, managerial ownership and endogeneity: A simultaneous equations analysis for the Athens stock exchange. *Research in International Business and Finance*, 24, 24-38.
- DEMSETZ, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 375-390.
- DONG, M. & OZKAN, A. (2008). Institutional investors and director pay: An empirical study of UK companies. *Journal of Multinational Financial Management*, 8, 16-29.
- EHRHARDT, O. & NOWAK, E. (2001). Private benefits and minority shareholder expropriation: Empirical evidence from IPOs of German family-owned firms. *CFS Working Paper Series*, 2001/10, Center for Financial Studies.
- FAMA, E., JENSEN, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 27 (2), 301-326.
- GILLET-MONJARRET, C. & MARTINEZ, I. (2012). La vérification sociétale des entreprises du SBF 120 : l'impact de la structure de propriété et du conseil d'administration. *Comptabilité - Contrôle - Audit*, tome 18(3), 43-66.
- GINGLINGER, E. (2012). Quelle gouvernance pour créer de la valeur ?. *Revue d'économie financière*, 106(2), 227-242.
- HANIFFA, R. & HUDAIB, M. (2006). Governance structure and performance of Malaysian listed companies. *Journal of Business Finance and Accounting*, 33(6/7), 1034-1062.
- HU, Y. & ZHOU, X. (2008). The performance effect of managerial ownership: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, 32(10), 2099-2110.
- JENSEN, M.C. & MECKLING, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- LEE, H-k. & PARK, J-H. (2008). The influence of top management team international exposure on international alliance formation. *Journal of Management Studies*, 45(5), 961-981.
- LIPTON, M. & LORSCH, J.W. (1992). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *The Business Lawyer*, 48(1), 59-77.
- PIOT, C. (2009). Chapitre 4 : Gouvernance, audit et qualité de l'information financière. In A. Finet, *Gouvernance d'entreprise, Nouveaux défis financiers et non financiers* (pp. 93-139), De Boeck Supérieur.
- ROSENSTEIN, S. & WYATT, J.G. (1997). Inside directors, board effectiveness, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 44(2), 229-250.
- SHLEIFER, A. & VISHNY, R.W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- SCHERER, P. S. (2003). Management business turnaround: diagnosing business ailments. *Corporate Governance*, 3(4), 52-62.
- WEISBACH, M. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20(1-2), 431-460.
- WIRTZ, P. (2006). Compétences, conflits et création de valeur: vers une approche intégrée de la gouvernance. *Revue Finance Contrôle Stratégie*, 9(2), 187-201.
- YERMACK, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.