

Effet de la structure de propriété et du conseil d'administration sur la performance des sociétés marocaines cotées en bourse

[Effect of ownership structure and board of directors on the performance of Moroccan listed companies]

Aboubakere Haji, Toufik Majdi, and Issam Izza

Équipe de Recherche en Communication, Université Sultan Moulay Slimane, Béni-Mellal, Morocco

Copyright © 2022 ISSR Journals. This is an open access article distributed under the *Creative Commons Attribution License*, which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

ABSTRACT: This work studies the association between certain internal governance mechanisms and the financial performance of companies. We focused on the characteristics of two mechanisms in particular, namely the ownership structure and the board of directors. Studying a corporate sample of 58 non-financial firms, multiple linear regression shows that with the exception of managerial and institutional ownership, the other traits of ownership structure and board of directors show an unexpected negative effect.

KEYWORDS: Corporate Governance, Board of directors, Ownership structure, corporate performance.

RESUME: Ce travail étudie l'association entre certains mécanismes internes de gouvernance et la performance financière des entreprises. Nous nous sommes intéressés aux caractéristiques de deux mécanismes en particulier, à savoir la structure de propriété et le conseil d'administration. En étudiant un échantillon de 58 entreprises non financières, la régression linéaire multiple montre qu'à l'exception de propriété managériale et institutionnelle, les autres traits de la structure de propriété et du conseil d'administration affichent un effet négatif inattendu.

MOTS-CLEFS: Gouvernance d'entreprise, Conseil d'administration, Structure de propriété, performance de l'entreprise.

1 INTRODUCTION

Jusqu'à une période récente, la gouvernance était considérée comme un mouvement de contre-pouvoir des propriétaires de l'entreprise, un mode de gestion qui veille à sécuriser l'investissement à travers un certain nombre d'instruments juridiques. Cette vision traditionnelle, centrée essentiellement sur la discipline des dirigeants, s'est estompée au fil du temps pour laisser place à des approches inspirées des sciences comportementales et cognitives.

Malgré l'évolution de la théorie de la gouvernance, la création de valeur est restée au centre de ses préoccupations. En plus de réduire le pouvoir discrétionnaire des dirigeants et protéger les intérêts de l'entreprise et ceux de ses partenaires, les mécanismes de gouvernance sont supposés agir dans un but de maximisation de valeur tant actionnariale que partenariale. Selon Gérard Charreaux [7], ces mécanismes ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants.

La littérature théorique et empirique sur le gouvernement d'entreprise est abondante, mais elle s'intéresse beaucoup plus à la répartition de la valeur qu'à sa création. Dans ce sens, un nombre important de travaux, réalisés dans des contextes différents, s'intéresse à la manière dont les mécanismes de gouvernance veillent à la préservation de la valeur créée.

Dans le contexte marocain, très rares sont les chercheurs qui examinent la notion de création de valeur. Dès lors, nous avons estimé judicieux de nous intéresser à l'étude de la gouvernance dans les entreprises marocaines cotées. A travers cette étude, nous souhaitons mesurer l'influence de certains mécanismes internes de gouvernance sur la création de valeur. Plus particulièrement, notre recherche analyse l'impact de deux mécanismes internes de gouvernance, représentés respectivement par la structure de l'actionnariat et le conseil d'administration, sur la performance financière des entreprises marocaines.

A l'ère de la crise sanitaire, le marché financier marocain, comme bon nombre de places financières à travers le monde, a été amplement impacté. A l'heure où nous écrivons ces lignes, l'horizon de la reprise économique semble encore lointain. Le regain de confiance des investisseurs nécessite un plus grand niveau de transparence et un management efficace de l'entreprise.

Ceci étant, une gouvernance d'entreprise efficace peut être rassurante non seulement pour les actionnaires, propriétaires de l'entreprise, mais également pour tous les investisseurs du marché boursier marocain. C'est de ces constats que ce travail trouve toute sa justification et son intérêt.

Le reste de cet article s'organise ainsi, la première section mettra en lumière une revue de littérature du lien conceptuel entre la gouvernance d'entreprise et la création de valeur. La deuxième et troisième section seront consacrées successivement aux aspects méthodologiques et à la présentation des résultats de l'étude.

2 MECANISMES DE GOUVERNANCE ET PERFORMANCE DE L'ENTREPRISE: REVUE DE LITTERATURE ET HYPOTHESES DE RECHERCHE

La relation entre la bonne gouvernance et la capacité de la firme à créer de la valeur a fait l'objet de nombreux débats. La littérature traitant ce sujet aborde cette question en démontrant soit l'influence de la gouvernance globale sur la performance ou encore celle d'un mécanisme particulier. Cette section présente une revue de littérature de la performance de la firme compte tenu de la structure de l'actionnariat et de la composition du conseil d'administration. Elle met en relief les principaux travaux relatifs à ce sujet tout en soulignant le rôle joué par ces mécanismes dans la création de valeur.

2.1 LA STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ

La théorie de la gouvernance attribue à la structure de propriété un rôle important dans la réduction des coûts d'agence et de transaction. L'examen des études antérieures relatives à la structure de propriété fait ressortir trois dimensions: un actionnariat concentré marqué par une présence de blocs d'actions, un actionnariat managérial et un actionnariat institutionnel.

2.1.1 LA CONCENTRATION DE LA PROPRIÉTÉ

Dans les théories contractuelles de la gouvernance, la concentration du capital est présentée comme un moyen efficace pour mieux contrôler les dirigeants. Elle permet de réduire les problèmes résultant de la séparation des fonctions de la propriété et du contrôle. [12,19,30] La présence de bloc d'action dans le capital de l'entreprise est de nature à réduire le pouvoir discrétionnaires des dirigeants et préserver la rente actionnariale [6]. De par le nombre de voix qu'ils possèdent, les actionnaires majoritaires influencent les décisions des assemblées générales et sont capables de mobiliser des moyens importants pour contrôler les dirigeants.

Dans ce sens, la littérature étudiant la relation entre la concentration du capital et la création de valeur est confuse. Certaines études ont fourni des preuves empiriques de la manière dont la présence de blocs d'actions est positivement liée à la performance de l'entreprise. Aux États-Unis (McConnell et Servaes, 1990) [25] trouvent une relation positive entre la concentration de la propriété et l'évaluation de l'entreprise. Sur une échelle plus grande, [22] La porte et al. (2002), en étudiant un échantillon de 539 entreprises appartenant à des économies développées, remarquent que plus le capital est concentré plus le Q de Tobin de ces entreprises est élevé. La thèse de l'effet négatif de la concentration du capital sur la performance de la firme est basée sur son effet de surveillance. En effet, les actionnaires majoritaires, soucieux de leur investissement, sont incités à surveiller activement les dirigeants [29]. Pour les adeptes de cette vision, l'activisme actionnarial permet d'atténuer les problèmes d'agence, ce qui conduit à une amélioration de la performance de l'entreprise [20].

Par ailleurs, certains auteurs ne trouvent pas de lien positif entre la concentration du capital et la performance de l'entreprise. [22], [12] La Porta, Lopez-de -Silanes et Shleifer (1999), remarquent que la nature des problèmes d'agence est différente dans les grandes entreprises où le capital est concentré. Les grandes firmes connaissent un déplacement du conflit d'agence actionnaires-dirigeants vers un conflit d'intérêt entre les actionnaires majoritaires et minoritaires. Le pouvoir des actionnaires majoritaires les incite à prélever des bénéfices plus que proportionnels à leurs engagements dans l'entreprise. Sur

le plan empirique, [33] Demsetz (1983) [12] a montré que la variation de la structure du capital n'est pas systématiquement liée aux variations des performances de l'entreprise. Ainsi, ce même constat a été également remarqué par [33], [28]. Le changement de performance à la suite d'une variation de la structure de propriété est influencé par les performances passées.

De là, nous formulons la première hypothèse (H1) de ce travail:

HYPOTHESE 1: LA CONCENTRATION DE LA PROPRIETE EST FORTEMENT LIEE A LA PERFORMANCE FINANCIERES DES SOCIETES MAROCAINES

2.1.2 LA PROPRIÉTÉ INSTITUTIONNELLE

Au cours de ces dernières décennies, les investisseurs institutionnels ont bouleversé la gouvernance dans les firmes capitalistes. Leur croissance remarquable a donné lieu à une littérature abondante, mais présente des résultats mitigés. En effet, l'examen empirique révèle que le comportement des investisseurs institutionnels est loin d'être univoque. Fortement liées à leurs stratégies d'investissement, la participation de ces investisseurs peut prendre deux formes: une participation passive, lorsque l'investissement en action s'inscrit dans une optique spéculative. Une participation active où l'investisseur tente d'améliorer la performance de son portefeuille action dans une vision de long terme.

Les adeptes de la thèse de l'activisme des investisseurs institutionnels, leur attribuent un rôle majeur dans la création de valeur de leurs firmes partenaires. Ayant des compétences managériales importantes, la présence de ces investisseurs dans le capital leur permet de contrôler l'entreprise, et de réduire les problèmes d'agences, qui souvent sont sources des sous-performances. Des auteurs tels que [10], [2] ont trouvé des preuves compatibles avec le contrôle exercé par les investisseurs institutionnels. Ce contrôle peut amener les dirigeants à se concentrer davantage sur la performance de l'entreprise.

Par ailleurs, notons que le rôle joué par les investisseurs institutionnels est en partie fonction de la taille de leurs participations dans le capital de la firme. Plus la part détenue dans le capital est élevée, moins sont négociables les actions. Ainsi, [29] note que la participation de long terme incite les grands actionnaires à s'investir dans la surveillance de leur entreprise. Par contre, lorsque les investisseurs institutionnels détiennent une faible part du capital, ils sont plus incités à contrôler les dirigeants. Plusieurs études concluent que l'objectif de spéculation conduit les investisseurs détenant de faibles parts du capital à privilégier la rentabilité à court terme de leurs actions.

HYPOTHESE 2: LA PROPRIETE INSTITUTIONNELLE EST POSITIVEMENT LIEE A LA PERFORMANCE FINANCIERE DES SOCIETES MAROCAINES COTEES

2.1.3 LA PROPRIÉTÉ MANAGÉRIALE

Dans le cadre des recherches menées dans le domaine de la gouvernance d'entreprise, la littérature financière a proposé la propriété managériale comme un mécanisme déterminant non seulement de la réduction des conflits d'agence, mais également de création de valeur [3], [4,15,20] parmi tant d'autres.

La relation entre la propriété managériale et la création de valeur a fait l'objet de plusieurs études. Ainsi, la littérature en gouvernance a étudié cette relation en mesurant l'effet de la propriété managériale sur la performance de l'entreprise. [20] furent les premiers à s'intéresser à cette relation. Ces auteurs affirment que la détention de parts de capital importantes par le dirigeant l'incite à aligner ses intérêts à ceux des actionnaires. Cette hypothèse de convergence des intérêts est associée à une création de valeur importante. Bien qu'elle semble être logique, la relation entre l'actionnariat des dirigeants et la création de valeur a été vue différemment par [16], [26]. Ces auteurs pensent que la détention des dirigeants des parts de capital ne réduit pas les problèmes d'agence, mais ne fait que les accentuer. Disposant des parts importantes du capital de l'entreprise, les dirigeants mal intentionnés, ont assez de pouvoir pour neutraliser les mécanismes de gouvernance et élargir leur pouvoir discrétionnaire.

Quelques années plus tard, des études ont remis en cause la relation de linéarité entre la propriété managériale et la performance de l'entreprise. Des auteurs tels que [18], [9], montrent que la variation de la part des dirigeants dans le capital n'est pas systématiquement suivie d'une variation de la performance de l'entreprise.

Si dans toutes les études antérieures, la propriété managériale est vue comme une variable exogène, des auteurs tels que, [8] parmi tant d'autres, voient en la structure de propriété comme une variable endogène des caractéristiques de l'entreprise.

Morck, et al (1988) [26] étudient la relation entre la propriété de gestion et la valeur boursière de l'entreprise. Ils trouvent des preuves d'une relation non linéaire entre le Q de Tobin et la propriété managériale. Ces auteurs montrent que la performance augmente si les dirigeants possèdent entre 0% et 5%, puis diminue si les dirigeants détiennent entre 5% et 25%, puis augmentent si ces derniers dépassent 25%. De là, nous pouvons formuler la troisième hypothèse de ce travail.

HYPOTHESE 3: LA PROPRIETE MANAGERIALE AFFECTE POSITIVEMENT LA PERFORMANCE DE L'ENTREPRISE

2.2 LE ROLE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DANS LA PERFORMANCE DE L'ENTREPRISE

Dans une firme managériale, les actionnaires délèguent le contrôle de l'entreprise au conseil d'administration. Cela permet de remédier au problème de passager clandestin puisqu'aucun actionnaire ne sera prêt à supporter individuellement les coûts du contrôle. Même si certains le feront, d'autres profiteront de la valeur créée grâce à ce contrôle. Ceci étant, les actionnaires nomment un conseil d'administration qui contrôle à leur place l'équipe dirigeante et influence parfois ses décisions.

Toutefois, l'efficacité du contrôle exercé par le conseil d'administration est tributaire d'un certain nombre de variables relatives à sa composition et à sa taille. Il s'agit notamment du nombre d'administrateurs qui le compose ainsi que la présence d'administrateurs indépendants.

2.2.1 LA TAILLE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Le nombre d'administrateurs composant le conseil d'administration a fait l'objet de plusieurs études empiriques, mais les résultats demeurent mitigés et loin d'être unanimes. Deux courants surgissent de ce débat. Un premier qui estime que plus la taille est importante moins est la performance de l'entreprise. Pour [19], une taille réduite comprise entre Sept et huit administrateurs est plus efficace, car elle facilite la communication et la coordination entre les administrateurs. Par contre, une taille élargie risque d'entraver l'efficacité du conseil d'administration et entraîner des problèmes de coordination et de communication entre ses membres [24]. Une telle situation favorise sans doute un climat de désaccord et des coalitions entre les administrateurs, source de conflits laissant une marge de manœuvre aux dirigeants d'élargir leur attitude discrétionnaire.

Ces imperfections sont éloignées en présence d'un nombre restreint d'administrateurs. Au sein d'un conseil d'administration de taille limitée, la coordination est plus efficace et les décisions sont plus rationnelles dans la mesure où les administrateurs évoluent rapidement la performance des dirigeants et sont capables de les révoquer facilement [34].

HYPOTHESE 4: LA TAILLE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION INFLUENCE POSITIVEMENT LA PERFORMANCE DE L'ENTREPRISE

2.2.2 L'INDÉPENDANCE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Dans le cadre de la théorie d'agence, l'efficacité du conseil d'administration dépend grandement de l'indépendance de ses membres. Cette théorie considère que les administrateurs externes sont plus aptes à résoudre les problèmes d'agence et sont capables de prendre des décisions favorisant la valeur actionnariale. En passant en revue les différents travaux examinant cette question de gouvernance, nous avons aisément conclu que la question du lien entre l'indépendance des administrateurs et la performance n'est pas encore tranchée.

Les adeptes de la théorie d'agence suggèrent que la performance de l'entreprise est en partie tributaire du degré d'indépendance des administrateurs. Nous retrouvons ces constats dans les travaux de [14], [16]. Naturellement, les administrateurs externes sont moins enclins à tolérer les imperfections des managers. Leur indépendance cautionne l'efficacité du conseil d'administration [21], car ceci leur permet d'exprimer objectivement leur opinion de la gestion de l'entreprise. De plus, l'absence de tout conflit d'intérêt susceptible d'altérer leur indépendance les incitent à mieux contrôler la gestion des dirigeants. Étant sensible de leur réputation sur le marché du travail, [14] avance que les administrateurs externes agissent afin de préserver leur employabilité future.

Sur le plan empirique, nombreuses sont les études qui examinent le rôle de l'indépendance des administrateurs dans la création de la richesse actionnariale. [27] étudiant l'effet des nominations des administrateurs externes sur la performance de l'entreprise constate que ce choix se répercute positivement sur le cours des actions. De leur côté, [11] examinent le comportement des entreprises cibles lors des offres publiques d'achat, ils concluent que la présence d'administrateurs externes est souvent accompagner de stratégies de résistance entraînant des primes importantes aux actionnaires. Plus récemment, d'autres auteurs tels que [1], [17] rejoignent ces conclusions et affirment la présence d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration réduit les coûts d'agence et améliore la performance de l'entreprise.

Si ces recherches trouvent suffisamment de preuves pour affirmer l'effet de l'indépendance des administrateurs sur la création de valeur, d'autres recherches remettent en question cette analogie. En effet, plusieurs travaux académiques trouvent des résultats contradictoires à l'idée reçue selon laquelle l'indépendance du conseil d'administration renforce la performance de l'entreprise. Dans ce sens, [5] adhèrent à cette thèse, et affirment qu'un nombre raisonnable d'administrateurs internes est bénéfique. Ces derniers sont plus efficaces puisqu'ils connaissent mieux leur entreprise et sont capables de prendre les

meilleures décisions stratégiques notamment au sein des comités d'investissement. [32] arrivent à des conclusions similaires en conduisant une étude dans le contexte américain. Ils approuvent que les nouvelles dispositions de la loi Sarbanes-Oxley en matière d'indépendance des administrateurs n'ont pas induit les fruits attendus en termes de performance.

Au regard de cette ambiguïté que présente le mécanisme d'indépendance des administrateurs et son effet sur la performance de la firme, nous allons en ce qui suit vérifier l'hypothèse suivante:

HYPOTHESE 5: LA PRESENCE DES ADMINISTRATEURS INDEPENDANTS INFLUENCE POSITIVEMENT LA PERFORMANCE DE LA FIRME

3 MÉTHODOLOGIE DE RECHERCHE

Cette recherche se donne comme objectif d'étudier l'effet de certaines caractéristiques du système de gouvernance sur la performance de l'entreprise. Il s'agit respectivement de la structure de propriété et du conseil d'administration. La méthodologie retenue consiste à valider nos hypothèses de recherche en recourant à une régression linéaire multiple. Ainsi, les variables introduites dans cette recherche sont: la performance financière, le degré de concentration du capital, la propriété institutionnelle, la propriété managériales, la taille du conseil d'administration et son indépendance. Enfin, la taille de l'entreprise et son degré d'endettement sont utilisés comme des variables de contrôle.

3.1 ÉCHANTILLON ET METHODE DE COLLECTE DE DONNEES

Afin de vérifier et de mesurer la relation d'impact entre les variables retenus et la performance de l'entreprise, nous avons fait appel aux techniques économétriques d'estimation. Notre étude a été menée en se basant sur un échantillon de 58 entreprises cotées à la bourse de Casablanca durant la période 2017-2021.

En s'inspirant de [23], nous avons laissé un décalage temporel entre les variables endogènes et les variables exogènes et celles du contrôle. Ceci permet de laisser du temps pour observer l'effet des mécanismes de gouvernance étudiés sur la performance des entreprises. Ceci étant, les données relatives aux variables de la structure de propriété et du conseil d'administration ont été collectées sur la période 2017-2021. Par contre, les données relatives au calcul de la performance de l'entreprise ont été recueillies sur la période 2019-2021.

La source principale de nos données est le site web de Casablanca et le reste des données a été collecté à partir des rapports annuels disponibles sur les sites internet des entreprises faisant l'objet de notre étude. Toutefois, les données manquantes ont été recherchées en recourant à des bases de données financières telles que Reuters, Zonebourse, et des revues et presses spécialisées en actualité financière.

3.2 DÉFINITION ET MESURES DES VARIABLES

Afin de vérifier les hypothèses formulées, nous avons mobilisé un ensemble de variables divisées en trois catégories:

- **La variable endogène : Mesure de la création de valeur**

La mesure de la création de valeur peut se faire soit par des indicateurs internes à l'entreprise tels que Return on Investment ou Economic Value Added soit par des indicateurs externes tels que Market Value Added (MVA), Return On Asset (ROA) et Return On Equity (ROE). Dans notre étude nous utilisons le ratio de la rentabilité des capitaux propres (ROE).

- **La variable exogène : Les caractéristiques du système de gouvernance**

La variable exogène ou explicative représente les caractéristiques des deux mécanismes de gouvernance étudiés. Il s'agit, rappelons-le, d'un côté de la concentration de la propriété, de la propriété institutionnelle et managériale, et d'un autre côté de la taille du conseil d'administration, de l'indépendance de ses membres.

- **Les variables de contrôle : les caractéristiques de l'entreprise**

A l'image de la littérature financière, nous avons intégré dans cette étude des variables dites de contrôles qui présentent un impact potentiel sur les relations entre les variables étudiées. En effet, l'introduction de ces variables renforce la validité externes de nos résultats et permet d'améliorer la pertinence et la rigueur scientifique de notre étude. Ainsi, nous avons retenu pour notre étude, les variables secteur d'activité, taille de l'entreprise ainsi que son niveau d'endettement.

Tableau 1. Récapitulatif des variables mobilisées

Variable	Notation	Mesures
Variables dépendantes		
Création de valeur	ROE	Le rendement des fonds propres
Variables indépendantes		
Concentration du capital	Conc_cap	Le pourcentage du capital détenu par les deux premiers actionnaires
Propriété des investisseurs institutionnels	Prop_inst	Pourcentage du capital détenu par des investisseurs institutionnels
Propriété des managers	Prop_man	Pourcentage du capital détenu par le dirigeant
Taille du conseil d'administration	Taille- CA	Le nombre des administrateurs internes et externes
Indépendance du conseil d'administration	Indep_ca	Le rapport entre les administrateurs externes et internes
Variables de contrôle		
Secteur de la firme	Secteur-firme	Une variable booléenne qui prend la valeur 1 lorsque la firme appartient au secteur de l'industrie et 0 dans des autres cas.
Endettement de la firme	T_endt	Le rapport entre les dettes financières et le total de l'actif
Taille de la firme	Taille_firm	Logarithme népérien de la valeur comptable du total actif

4 ANALYSE STATISTIQUES RÉSULTATS

Après avoir présenté notre démarche méthodologique qui se veut d'appréhender l'effet des attributs de la structure de propriété et du conseil d'administration sur la création de valeur au sein des entreprises marocaines, nous procédons en ce qui suit à une analyse statistique et économétrique des relations soulevées.

4.1 ANALYSE DESCRIPTIVE

Le premier niveau d'analyse consiste à comprendre les grandes tendances et les attributs des variables étudiées. En utilisant le logiciel SPSS, nous avons procédé à une analyse descriptive des variables exprimant la création de valeur et ceux relatifs aux systèmes de gouvernance de l'entreprise.

Tableau 2. Statistiques descriptives

VARIABLES CONTINUES	Min	Max	Moyenne	Écart-type
ROE	-76,00	534,00	18,078	78,349
Con-Cap	0,1	0,99	0,6674	0,207732
Prop_inst	0,00	0,67	0,0641	0,11768
Prop_man	0,00	0,84	0,0831	0,19580
Taille_CA	3	14	8,64	3,088
Indep_CA	0	4	1,22	1,044
T_endt	1,00	21,00	8,6207	5,94958
Variables dichotomiques	Modalités		Fréquence	Pourcentage
Secteur_firm	1,00	Industrie	41	70,68%
	2	Autres	17	29,31%

L'examen des statistiques descriptives de la variable dépendante « Performance de l'entreprise » telle que présentées dans le tableau ci-dessus affiche un ROE moyen de (18,078) et un écart-type (78,349) traduisant une grande disparité entre les performances des sociétés non financières cotées.

L'analyse des variables explicatives est faite sur la base d'une série de mesures et d'indicateurs. Le tableau 2 ci-dessous montre que la concentration du capital est assez élevée, avec près de 66% du capital retenu par les deux premiers actionnaires. Toutefois, les deux types de propriété institutionnelle et managériale sont moins importantes. Les investisseurs institutionnels détiennent des parts importantes dans le capital des firmes étudiées, avec une participation moyenne de 6,41 % tandis que l'actionnariat managériale affiche une participation nettement plus importante qui s'élève à 8,31%. Les disparitions des observations sont respectivement de 0,11768 et 0,19580.

Au-delà des mécanismes se rapportant à la structure de propriété, le conseil d'administration fait apparaître un nombre moyen de 8 administrateurs avec une disparité autour de la moyenne de 3,088. La taille du conseil d'administration des sociétés composant notre échantillon varie de 3 à 14 administrateurs. Tandis que le nombre moyen d'administrateurs indépendants se situe à 1,22 soit un administrateur par entreprise. Ce constat ne semble pas être en conformité avec les dispositions relatives à la réforme de loi sur la SA promulguée en 2019. Nos résultats sont conformes à l'enquête menée en 2015 par l'Institut Marocain des Administrateurs sur les pratiques de gouvernance chez les sociétés cotées qui montre que 55% des sociétés cotées affirment intégrer au moins un administrateur indépendant à leur conseil d'administration.

En ce qui concerne les variables de contrôle, il paraît que les entreprises de contrôle de notre échantillon représentent un chiffre d'affaire moyen de 10,13 Mdhs et un ratio d'endettement de 38%. La taille et l'endettement s'écartent de la moyenne respectivement de 14,97 et 1,65 ce qui traduit une légère disparité entre les sociétés composant notre échantillon.

Enfin, l'analyse descriptive de la variable dichotomique « secteur d'activité » montre que seulement 29% des sociétés cotées sont classées dans le secteur de l'industrie tandis que plus de 71 % des sociétés restantes opèrent dans différents secteurs que nous avons classé dans la catégorie « Autres ».

4.2 RESULTATS ET INTERPRETATIONS DES TESTS MULTIVARIÉS

Avant de commencer l'analyse linéaire de la régression et décrire les relations entre les différentes variables, nous vérifions d'abord l'adéquation des variables indépendantes retenues. Ce test dit de multicolinéarité bivariée permet de s'assurer que les variables de prévision du modèle ne sont pas corrélées entre elles.

Tableau 3. Matrice des corrélations (Pearson) entre les variables

	Conc_cap	Prop_inst	Prop_man	Taille_CA	Indep_ca	Secteur_firm	End-firme	Taille_firm
Conc_cap	1							
Prop_inst	,045	1						
Sig.	,736							
Prop_man	-,284*	-,174	1					
Sig.	,031	,190						
Taille_CA	,172	,206	-,171	1				
Sig.	,197	,122	,200					
Indep_CA	,057	,112	-,007	,278*	1			
Sig.	,670	,403	,959	,034				
Secteur_firm	,112	-,081	,156	-,101	,141	1		
Sig.	,401	,548	,243	,451	,291			
End_firm	-,350	-,051	,513	-,012	,023	-,046	1	
Sig.	,007	,703	,000	,930	,862	,734		
Taille_firm	,120	-,224	-,004	-,008	-,243	-,172	,050	1
Sig.	,371	,091	,978	,951	,066	,198	,711	1

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

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

En examinant la matrice des coefficients de corrélation de Pearson, nous constatons que toutes les relations affichent des coefficients de corrélations inférieur à 0,7. Ainsi, nous écartons tout risque de colinéarité entre les variables explicatives. Ce constat renseigne sur la qualité du modèle et prouve sa validité.

Une fois le risque de multicolinéarité écarté, nous pouvons dès lors nous focaliser sur les résultats obtenus afin de repérer les variables qui expliquent le mieux le modèle. Pour cela, nous menons une régression linéaire multiple dont les résultats sont présentés dans le tableau 4 ci-dessous.

Tableau 4. Résultats de la régression linéaire

Variables indépendantes	Variable dépendante: ROE		
	Bêta	T-student	Sig.
(Constante)		1,754	,086
Conc_cap	-,110	-1,421	,162
Prop_inst	,162	2,211	,032
Prop_man	,091	1,077	,287
Taille_CA	-,102	-1,350	,183
Indep_ca	-,022	-,287	,775
Secteur_firm	,009	,127	,900
End-firme	,769	9,102	,000
Taille_firm	,025	,326	,746

Avec R-deux= 0,767

R-deux ajusté= 0,729

F=20,189

Sig=,000

L'appréciation de la significativité globale du modèle de régression est faite sur la base du test de Fisher. La valeur F est 20,189 significative à $p < 0,0005$ ce qui nous conduit à confirmer l'effet explicatif des variables indépendantes et rejeter l'hypothèse nulle d'absence de relation entre les variables.

La pertinence de ce modèle est approuvée par le coefficient de détermination R²-ajusté qui affiche une valeur de 0,767 au seuil de 1%. Cela signifie que le module est robuste et explique pertinemment la relation entre les mécanismes de gouvernance et la performance des sociétés non financières cotées.

En ce qui concerne l'association individuelle des variables, l'examen des coefficients de régression montre que l'ensemble des caractéristiques de la structure de propriété et du conseil d'administration présentent des variables explicatives significatives. D'une manière particulière, la variable concentration du capital, exprimant la part détenue par les deux premiers actionnaires, est significativement associée à la performance de l'entreprise. Ce résultat présente un signe négatif et converge avec les suppositions théoriques telles qu'avancées par les adeptes de la théorie d'agence. Ces derniers, rappelons-le, considèrent que lorsque le capital est concentré sous les mains des propriétaires majoritaires, cela peut transférer les conflits d'agence entre les dirigeants et les actionnaires à un conflit entre les actionnaires majoritaires et minoritaires [30]. Les actionnaires majoritaires exercent un contrôle sur l'équipe dirigeante et exproprient des richesses des actionnaires minoritaires. En effet, la présence d'actionnaires majoritaires notamment dans les entreprises familiales peut limiter l'efficacité du conseil d'administration. En tant que représentant de la famille, l'actionnaire majoritaire peut empêcher les administrateurs externes à exercer efficacement leur rôle de contrôle.

La sous performance dégagée par la présence d'actionnaires majoritaires peut être expliquée par le caractère du tissu économique marocain. Durant les dix dernières années, de nombreuses entreprises à caractère familial ont été introduites en bourse. Celles-ci nomment souvent des dirigeants de leurs familles et évitent de désigner des administrateurs externes et indépendants dont la présence peut desservir leurs intérêts.

Par ailleurs, nous remarquons que la propriété managériale participe dans la création de la valeur au sein des entreprises cotées. Ce résultat est cohérent avec le constat théorique selon lequel, la détention des parts du capital par le dirigeant réduit les conflits d'intérêts [20] et entraîne une convergence des intérêts des dirigeants et des actionnaires.

En ce qui concerne l'effet de la propriété institutionnelle sur la création de valeur, nos résultats mettent en avant une contribution importante des institutionnelles dans la performance des sociétés cotées. La présence des investisseurs

institutionnels dans le capital des entreprises de notre échantillon exerce une influence positive et significative sur leur performance. Ces derniers participent activement dans le management de l'entreprise et influencent ses orientations stratégiques.

Concernant le conseil d'administration, l'examen de la relation entre la taille de celui-ci et la performance de l'entreprise montre une corrélation négative et significative. Ceci trouve sa justification dans la théorie de l'agence soutenant qu'un nombre élevé d'administrateurs peut influencer négativement l'efficacité du conseil d'administration. Ceci émane du désaccord et du manque de coordination dans les décisions de gestion [31]. Nous concluons donc qu'une taille importante est source de conflit au sein du conseil, ce qui sème un climat favorisant l'attitude discrétionnaire des dirigeants. Nos résultats convergent avec ceux dégagés par [34] qui considèrent que les entreprises dont le conseil d'administration est de petite taille sont plus performantes en ce sens où les administrateurs peuvent licencier facilement les mauvais dirigeants. Ces résultats corroborent également avec ceux de [13] qui trouvent une relation négative entre la taille du conseil d'administration et la performance d'un échantillon d'entreprises finlandaises.

En ce qui concerne l'indépendance des administrateurs, nous trouvons une relation significative, mais négative. Ce résultat inattendu ne va pas dans le sens des études de [14], [15] qui ont conclu que la présence d'administrateurs indépendants est positivement liée à la performance de l'entreprise. Encore une fois, un tel résultat peut être expliqué par le caractère familial des entreprises marocaines, qui exerce une influence sur les administrateurs non exécutifs et les empêchent de contrôler efficacement l'entreprise.

5 CONCLUSION

L'objet de cette recherche est d'examiner la relation entre les mécanismes de gouvernance et la performance des sociétés non financières cotées à la bourse de Casablanca. Plus précisément, ce travail examine l'impact de certaines caractéristiques de la structure de propriété (concentration du capital, la présence actionnariat managérial, actionnariat institutionnel) et du conseil d'administration (taille du conseil et indépendance des administrateurs sur la performance mesurée par le ratio ROE (Return on Equity)).

Les résultats de l'estimation du modèle de régression multiple, confirment un lien négatif entre le conseil d'administration et la structure de propriété à l'exception de la propriété institutionnelle et managériale et la performance financière des cinquante-huit entreprises composant notre échantillon. Ainsi, plus le capital est concentré, moins est la performance de l'entreprise. De même, aussi élevé le nombre d'administrateurs et la proportion d'indépendants qui y siègent, moins sera la performance de l'entreprise.

Si cette recherche permet d'apporter un nouvel éclairage sur la gouvernance des firmes non financières cotées, elle n'est pas sans limite. Ainsi, nous estimons important de présenter certaines de ces imperfections pour mieux orienter les travaux futurs. La première de ces limites est le terrain d'investigation qui reste limité aux sociétés non financières cotées écartant les sociétés financières. Nous sommes d'avis qu'il serait judicieux d'élargir le champ de l'étude pour couvrir un échantillon plus large.

La seconde limite concerne la méthodologie déployée. Celle-ci repose sur une approche purement quantitative reposant sur une modélisation conceptuelle des phénomènes issus de la littérature. Or, certains résultats de cette recherche méritent d'être approfondis en appuyant sur une méthodologie séquentielle mixte. En ce sens, des entretiens semi-directifs auprès des dirigeants et des administrateurs pourraient apporter des réponses à l'effet négatif sur la performance de certains mécanismes étudiés.

REFERENCES

- [1] Ronald C. Anderson and David M. Reeb. 2004. Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms. *Adm. Sci. Q.* 49, 2 (2004), 209–237.
- [2] Ian R Appel, Todd A Gormley, and Donald B Keim. 2019. Standing on the Shoulders of Giants: The Effect of Passive Investors on Activism. *Rev. Financ. Stud.* 32, 7 (July 2019), 2720–2774. DOI: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhy106>.
- [3] Adolf Augustus Berle and Gardiner Gardiner Coit Means. 1991. *The modern corporation and private property*. Transaction publishers.
- [4] Adolf Berle and Gardiner Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property* (Mac-Millan, New York, NY). (1932).
- [5] Sanjai Bhagat and Bernard Black. 1999. The uncertain relationship between board composition and firm performance. *Bus. Lawyer* (1999), 921–963.
- [6] Gérard Charreaux. 1999. *La théorie positive de l'agence: lecture et relectures*. G Koenig (1999).

- [7] Gérard Charreaux. 2015. Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises. *Rev. Fr. Gest.* 41, 253 (2015), 189–212.
- [8] Carl R. Chen and Thomas L. Steiner. 2000. Tobin'sq, managerial ownership, and analyst coverage: A nonlinear simultaneous equations model. *J. Econ. Bus.* 52, 4 (2000), 365–382.
- [9] Ken Y. Chen, Randal J. Elder, and Shengmin Hung. 2010. The Investment Opportunity Set and Earnings Management: Evidence from the Role of Controlling Shareholders. *Corp. Gov. Int. Rev.* 18, 3 (2010), 193–211. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00793.x>.
- [10] Marcia Millon Cornett, Alan J. Marcus, Anthony Saunders, and Hassan Tehranian. 2007. The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *J. Bank. Finance* 31, 6 (June 2007), 1771–1794. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.08.006>.
- [11] James F. Cotter, Anil Shivdasani, and Marc Zenner. 1997. Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers? *J. Financ. Econ.* 43, 2 (February 1997), 195–218. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(96\)00886-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(96)00886-0).
- [12] Harold Demsetz. 1983. The structure of ownership and the theory of the firm. *J. Law Econ.* 26, 2 (1983), 375–390.
- [13] Theodore Eisenberg, Stefan Sundgren, and Martin T. Wells. 1998. Larger board size and decreasing firm value in small firms. *J. Financ. Econ.* 48, 1 (1998), 35–54.
- [14] Eugene F. Fama. 1980. Agency problems and the theory of the firm. *J. Polit. Econ.* 88, 2 (1980), 288–307.
- [15] Eugene F. Fama and Michael C. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *J. Law Econ.* 26, 2 (1983), 301–325.
- [16] Eugene F. Fama and Michael C. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *J. Law Econ.* 26, 2 (1983), 301–325.
- [17] Ferdinand A. Gul and Sidney Leung. 2004. Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures. *J. Account. Public Policy* 23, 5 (2004), 351–379.
- [18] Benjamin E. Hermalin and Michael S. Weisbach. 1988. The determinants of board composition. *RAND J. Econ.* (1988), 589–606.
- [19] Michael C. Jensen. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *J. Finance* 48, 3 (1993), 831–880.
- [20] Michael C. Jensen and William H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *J. Financ. Econ.* 3, 4 (1976), 305–360.
- [21] Helen Kang, Mandy Cheng, and Sidney J. Gray. 2007. Corporate governance and board composition: Diversity and independence of Australian boards. *Corp. Gov. Int. Rev.* 15, 2 (2007), 194–207.
- [22] Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *J. Finance* 54, 2 (1999), 471–517.
- [23] Ho-Uk Lee and Jong-Hun Park. 2008. The Influence of Top Management Team International Exposure on International Alliance Formation. *J. Manag. Stud.* 45, 5 (July 2008), 961–981. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2008.00772.x>.
- [24] Martin Lipton and Jay W. Lorsch. 1992. A modest proposal for improved corporate governance. *Bus. Lawyer* (1992), 59–77.
- [25] John J. McConnell and Henri Servaes. 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *J. Financ. Econ.* 27, 2 (October 1990), 595–612. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90069-C](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90069-C).
- [26] Randall Morck, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *J. Financ. Econ.* 20, (1988), 293–315.
- [27] Stuart Rosenstein and Jeffrey G Wyatt. 1990. Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *J. Financ. Econ.* 26, 2 (August 1990), 175–191. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90002-H](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90002-H).
- [28] Anthony Saunders, Marcia Millon Cornett, Alan J. Marcus, and Hassan Tehranian. 2003. The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance. Social Science Research Network, Rochester, NY. DOI: <https://doi.org/10.2139/ssrn.468800>.
- [29] Andrei Shleifer and Robert W. Vishny. 1986. Large shareholders and corporate control. *J. Polit. Econ.* 94, 3, Part 1 (1986), 461–488.
- [30] Andrei Shleifer and Robert W. Vishny. 1997. A Survey of Corporate Governance. *J. Finance* 52, 2 (1997), 737–783. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>.
- [31] W. Gary Simpson and Anne E. Gleason. 1999. Board structure, ownership, and financial distress in banking firms. *Int. Rev. Econ. Finance* 8, 3 (1999), 281–292.
- [32] Jerry Sun, George Lan, and Zhenzhong Ma. 2014. Investment opportunity set, board independence, and firm performance: The impact of the Sarbanes-Oxley Act. *Manag. Finance* 40, 5 (May 2014), 454–468. DOI: <https://doi.org/10.1108/MF-05-2013-0123>.
- [33] Steen Thomsen and Torben Pedersen. 2000. Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strateg. Manag. J.* 21, 6 (2000), 689–705.
- [34] David Yermack. 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *J. Financ. Econ.* 40, 2 (1996), 185–211.