

Concentration de l'actionnariat et performance financière : Etude empirique des entreprises cotées à la bourse de Casablanca

Ownership Concentration and financial performance: Empirical study of the Listed Companies on the Casablanca Stock Exchange

Amina HAOUDI

Professeur de l'Enseignement Supérieur
Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales, Fès,
Université Sidi Mohamed Ben Abdellah - Maroc
Laboratoire de Coordination des Etudes et des Recherches en Analyse et Prévisions
Economiques
amina.haoudi@usmba.ac.ma

Basma AZZOUZI

Doctorante
Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales, Fès,
Université Sidi Mohamed Ben Abdellah
Université Sidi Mohamed Ben Abdellah - Maroc
Laboratoire de Coordination des Etudes et des Recherches en Analyse et Prévisions
Economiques
azzouzibasma2@gmail.com

Date de soumission : 14/01/2020

Date d'acceptation : 05/03/2020

Pour citer cet article :

HAOUDI. A & AZZOUZI. B (2020) «Concentration de l'actionnariat et performance financière : Etude empirique des entreprises cotées à la bourse de Casablanca», Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit « Volume 4 : numéro 2 » pp : 219 - 243

Digital Object Identifier : <https://doi.org/10.5281/zenodo.3732571>

Résumé

La concentration d'actionnariat est un concept pluriel qui a déjà fait l'objet de vives discussions quant à son influence sur la valeur de l'entreprise et son impact déterminant sur les orientations financières et stratégiques d'une entreprise et sur la nature des conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants. Cet article s'intéresse à la structure d'actionnariat au Maroc sous l'angle de la concentration des actionnaires et son impact sur la performance des entreprises cotées à la bourse de Casablanca. De nombreux facteurs, tels que les variables de concentration et de performance choisies, le contexte institutionnel, et le secteur d'activité, influencent les résultats obtenus par les études antérieures. Notre étude est conduite sur un échantillon de 70 sociétés marocaines cotées à la bourse de Casablanca sur la période 2016-2018. Les résultats montrent que les actionnaires influencent positivement et favorablement la performance de l'entreprise, dès lors qu'ils détiennent une part suffisante du capital.

Mots clés : « Performance » ; « concentration de l'actionnariat » ; « entreprises cotées en bourse » ; « relation linéaire » ; « relation non linéaire »

Abstract

Shareholding concentration is a plural concept which has already been the subject of lively discussions as to its influence on the value of the company and its decisive impact on the financial and strategic orientations of a company and on the nature of conflicts of interest between shareholders and managers. This article looks at the shareholding structure in Morocco in terms of shareholder concentration and its impact on the performance of companies listed on the Casablanca Stock Exchange. Many factors, such as the concentration and performance variables chosen, the institutional context, and the sector of activity, influence the results obtained by previous studies. Our study is conducted on a sample of 70 Moroccan companies listed on the Casablanca stock exchange over the 2016-2018 period. The results show that shareholders influence the performance of the company positively and favorably, as long as they hold a sufficient share of the capital.

Keywords: «Performance»; «shareholding concentration»; «listed companies» ; «linear relation» ; «nonlinear relation»

Introduction

Divers mécanismes de gouvernance d'entreprise sont proposés pour résoudre les problèmes de divergences des intérêts et de réduire les coûts d'agence associés aux conflits. La structure d'actionnariat en constitue une partie importante et pouvant affecter la valeur de la firme. Deux types d'informations permettent de caractériser la structure de l'actionnariat : sa concentration plus ou moins forte et l'identité des principaux actionnaires.

Cette étude s'intéresse principalement à la concentration d'actionnariat et son impact déterminant sur la performance des entreprises. En ce sens, il convient de se pencher sur le pouvoir basique dont disposent les actionnaires afin d'expliquer la concentration actionnariale, et ne pas focaliser ainsi l'explication sur la régulation des conflits d'agence. La concentration de la structure de propriété confère plus d'avantages que la dispersion de propriété car l'actionnaire majoritaire a le droit de surveiller activement la société. Dans le cas d'un actionnariat dispersé, les conflits se déclenchent plus particulièrement entre les dirigeants et les actionnaires minoritaires ce qui peut influencer négativement la performance de l'entreprise car un seul actionnaire n'est pas incité à engager des ressources (du temps ou des fonds) pour exercer un contrôle sur la gestion de la firme. Alors que dans le cas d'un actionnariat concentré, ces conflits prennent une autre envergure et provoquent une convergence des intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires. En se basant sur le deuxième cas, notre étude a pour but d'examiner la relation existante entre la concentration de l'actionnariat et la performance des entreprises. Cependant, dans le contexte marocain, les études portant sur les variables qui expliquent la relation entre la concentration d'actionnariat et la performance des entreprises sont inexistantes. Raison pour laquelle il semble important d'apporter notre pierre à l'édifice que représente la littérature scientifique propre à l'étude de la structure d'actionnariat.

La problématique de notre recherche s'articule autour du questionnement suivant : « Est-ce qu'il y a une relation entre le degré de la concentration d'actionnariat et la performance des entreprises marocaines cotées en bourse ? ». Pour répondre à cette problématique, nous adoptons une démarche hypothético-déductive. Nous allons tout d'abord présenter une revue de littérature empirique mettant en relation la concentration d'actionnariat et la performance de l'entreprise. Ces études nous ont permis de faire le choix des variables appropriés au marché boursier marocain pour tester le lien entre la concentration d'actionnariat et la performance des entreprises cotées en bourse à travers des analyses univariées et bivariées. Nous terminerons par les résultats de l'étude empirique.

1. Revue de littérature

L'effet de la structure d'actionariat sur la valeur de l'entreprise est l'une des sujets importants qui ont retenu l'attention de nombreux chercheurs de la littérature en finance d'entreprise, préoccupés par la performance de l'entreprise et par ce qui rend une entité plus précieuse et plus performante qu'une autre entreprise. Depuis plusieurs années déjà, on étudie les différents liens entre des variables contextuelles comme la stratégie, la structure ou encore l'incertitude perçue de l'environnement, l'utilisation de systèmes de gestion plus ou moins sophistiqués et l'effet combiné de ces facteurs sur la performance de l'entreprise.

Néanmoins, il est utile de noter que les résultats et les conclusions trouvés par les chercheurs de différents pays sont contradictoires, cela tient certainement, à la diversité des caractéristiques d'actionariat et des contextes étudiés, ainsi cela pourrait être dû aussi aux méthodes et outils de mesure utilisés pour évaluer la structure de propriété ou les dimensions et formes de la structure d'actionariat. A cet effet, les analyses théoriques et empiriques de ce lien n'ont pas conduit, jusqu'à présent, à des conclusions convergentes. Selon les études, les auteurs concluent à une absence de relation, à une relation linéaire, ou à une relation non linéaire.

Par exemple, les travaux de Cole et Mehran (1998), ont montré une relation linéaire entre la structure de propriété et la performance de l'entreprise tandis que d'autres études ont mis en évidence une relation non linéaire (Morck, et al., 1988; McConnell & Servaes, 1990). En revanche, les premiers travaux conduits aux Etats-Unis, tendent à indiquer qu'il n'existe pas de lien entre la concentration du capital et la performance de l'entreprise (Demsetz et Lehn, 1985 ; Himmelberg et al, 1999 ; Demsetz et Villalonga, 2001). Les travaux de Charreaux (1991), Mtanios et Paquerot (1999) et Sahut et Gharbi (2010), en France, et de Welch (2003) en Australie, semblent aussi indiquer une absence de relation.

1.1. Relation linéaire : Résultats des études antérieures

Depuis les études de Berle et Means (1932), on a largement soutenu que la structure de la propriété avait une relation positive avec la rentabilité de l'entreprise. Poursuivant ce débat, d'autres chercheurs ont examiné et largement corroboré les attentes de la théorie de l'agence selon lesquelles la séparation entre propriété et contrôle incitait les gestionnaires à la

diversification en raison des avantages personnels qu'ils retireraient de la réduction des risques. En effet, un grand nombre d'actionnaires ne peuvent exercer un pouvoir suffisant pour superviser la performance de la direction. Par conséquent, les dirigeants exercent plus de liberté dans l'utilisation des ressources de l'entreprise, contrairement à ce qui se passe dans le cas d'un actionnaire unique ou si la propriété aurait été plus concentrée.

À cet égard, un problème important se pose dans la mesure où la concentration de l'actionnariat peut conduire à une autre forme de problème d'agence, à savoir les conflits d'intérêts entre grands actionnaires et petits actionnaires. Les principaux actionnaires sont incités à utiliser leur position de contrôle pour obtenir des avantages privés au détriment des petits actionnaires. Théoriquement, la relation entre la propriété et la performance de l'entreprise pourrait être une relation statistique positive, négative ou nulle, en fonction des compromis entre les effets d'alignement et d'enracinement. Enfin, il peut ne pas y avoir de relation entre concentration de la propriété et la performance de l'entreprise en raison de l'endogénéité entre les deux variables.

La théorie du coût d'agence, qui découle des travaux classiques de Berle et Means (1932), mais modernisée par Jensen et Meckling (1976), constitue le cadre théorique sur lequel cette étude est basée. La théorie soutient que les gestionnaires en tant qu'actionnaires peuvent avoir des intérêts opposés à ceux de leur commettant. Dans la mesure où les dirigeants favorisent les avantages liés aux fonctions et au pouvoir, même au détriment des intérêts des actionnaires, ils sont susceptibles de défendre des intérêts susceptibles de nuire à leurs mandants (les actionnaires).

La concentration de la propriété peut contrecarrer la diversification des entreprises et générer plus de valeur pour les actionnaires. Selon la théorie de l'agence, les gestionnaires ont tendance à augmenter leur richesse et leur réputation par la diversification et une croissance rapide sans maximiser la valeur marchande de l'entreprise (Jensen & Meckling, 1976). Par conséquent, les gestionnaires ne sont pas disposés à réduire leurs effectifs ou à inverser la diversification s'ils ne sont pas pressés ou obligés par des investisseurs externes, de suivre les intérêts des propriétaires afin d'accroître la valeur marchande de l'entreprise. Par conséquent, selon la théorie de l'agence, la propension des dirigeants à augmenter la valeur de l'entreprise dépend, toutes choses étant égales par ailleurs, de la structure d'actionnariat.

Pour cela, les études antérieures qui ont déjà abordé la relation entre la structure de propriété et la performance de l'entreprise ont été motivées à l'origine par la séparation entre propriété et contrôle et, plus récemment, par la théorie de l'agence (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983). Le principe commun dans les études antérieures est que les gestionnaires et les propriétaires ont des intérêts divergents. Plus précisément, les actionnaires souhaitent maximiser la valeur tandis que les gestionnaires préfèrent des stratégies d'intérêt personnel qui sont loin d'être maximiser la valeur, et en l'absence d'incitations appropriées ou de ressources suffisantes les gestionnaires peuvent exercer leur pouvoir discrétionnaire au détriment des propriétaires. Dans ce contexte, la littérature financière considère généralement la structure de l'actionnariat comme le principal mécanisme de gouvernement d'entreprise qui affecte la valeur de l'entreprise.

Les études concernant l'influence de la structure de propriété sur la valeur de l'entreprise soulignaient les préoccupations des agents lorsqu'ils prenaient des décisions en grande partie contradictoires avec l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires. En outre, lorsque les membres du conseil d'administration détiennent des participations importantes, le problème de l'agence est atténué grâce à l'harmonisation des incitations financières entre gestionnaires et propriétaires. Néanmoins, conformément à Demsetz (1983), la structure de propriété identifiée dans différentes sociétés, indifférente à sa forme, dispersée ou concentrée, est influencée par les intérêts des actionnaires dans le but de maximiser les profits.

Selon Jensen et Meckling (1976), l'initiation à la propriété peut entraîner deux types de comportement d'entreprise différents, soit une convergence des intérêts entre dirigeants et actionnaires, soit un effet de consolidation du management. Ils affirment qu'une plus grande participation des initiés (dirigeants et/ou administrateurs) améliore la performance de l'entreprise, car elle aligne les incitations monétaires du gestionnaire sur les autres actionnaires, atténuant ainsi le problème classique du principe de mandataire. Ils ont mentionné aussi le fait que l'augmentation de l'actionnariat des initiés diminue la susceptibilité à une utilisation irrationnelle des ressources de l'entreprise. Ainsi, les conflits entre administrateurs et actionnaires sont en diminution, l'accent étant mis sur la convergence des intérêts. Han et Suk (1998) ont mis en évidence une relation positive entre la propriété des initiés et le rendement des actions, ce qui explique le fait qu'au fur et à mesure que les actions des initiés augmentent, leurs intérêts concordent davantage avec ceux des actionnaires extérieurs. De même, Hrovatin et Uršič (2002), utilisant un échantillon de sociétés slovènes,

ont conclu à une influence positive de la concentration de l'actionnariat sur la performance des entreprises.

Comme nous l'avons mentionné précédemment, les arguments de Berle et Means (1932) suggèrent l'existence d'une relation positive et linéaire entre la concentration de la propriété et la performance de l'entreprise, étant donné que la dispersion crée des problèmes de liberté et rend difficile la surveillance des dirigeants. Dans ce contexte, l'une des principales contributions à la littérature sur la structure de propriété est celle de Shleifer et Vishny (1986), dont les résultats confirment la conclusion ci-dessus. Leurs éléments de preuve montrent le rôle important joué par les grands actionnaires et comment le prix des actions de la société augmente à mesure que la proportion des actions détenues par ces grands actionnaires augmente. Les études aussi menées sur la bourse de Budapest confirment la relation positive et linéaire entre les deux variables, et appuient leurs résultats sur le rôle de grands détenteurs de blocs qui entraînent à la fois un meilleur contrôle des dirigeants et une meilleure performance, en particulier dans les cas où la propriété est concentrée dans des investisseurs institutionnels. Ces propositions, théoriquement prouvées dans leur article, suggèrent une relation positive entre la concentration de la propriété et la valeur de l'entreprise (Earle, et al., 2005).

Une relation positive a été observée aussi par plusieurs auteurs. Nous citons, les études effectuées par Claessens et al. (2002) qui montrent ce lien en Asie, mais observent aussi un effet d'enracinement associé avec la détention de droits de vote plus élevés que la détention de capital. Boubakri et al. (2005) constatent aussi une relation positive sur un échantillon international et montrent que l'effet positif est plus net lorsque la protection des actionnaires minoritaires est plus faible. En Espagne, Alonso-Bonis et Andrés-Alonso (2007) notent un lien positif entre la concentration de l'actionnariat et la performance, surtout lorsque le contrôle est majoritaire.

Après avoir passé en revue les résultats des études antérieures, nous estimons que l'impact de l'actionnariat sur la performance de l'entreprise est double. D'une part, la concentration de la propriété peut permettre un meilleur contrôle de la gestion, car la taille de la participation et l'incitation à surveiller sont positivement corrélées. En retour, cela devrait améliorer la performance des entreprises. D'un autre côté, cela peut engendrer des coûts pour les actionnaires minoritaires, les propriétaires majoritaires pouvant tenter de les exproprier.

La littérature existante a mis en évidence le sujet de la concentration de l'actionnariat qui est devenu un sujet d'intérêt à la fois pour les économies en transition et les économies développées en raison de ses effets douteux sur la valeur de l'entreprise.

1.2. Relation non linéaire : Résultats des études antérieures

Malgré des preuves empiriques supposant une relation linéaire et positive entre performance et concentration d'actionnariat, d'autres théories controversées suggèrent la possibilité d'une relation non linéaire. D'une part, l'accroissement de la propriété influence positivement la valeur de l'entreprise, les grands actionnaires jouant un rôle important dans l'augmentation du prix des actions de celle-ci. D'autre part, une concentration plus forte de la propriété pourrait signifier des marchés de capitaux sous-développés, dans la mesure où un mécanisme disciplinaire pourrait être inefficace. De même certains actionnaires détenant des participations plus importantes établissent plusieurs relations commerciales ou financières compatibles avec leurs intérêts personnels, mais opposées aux objectifs de la société, déterminant ainsi simultanément la perte de valeur des actionnaires minoritaires.

Les conclusions des auteurs déjà cités plus haut ont contredit les travaux de Kirchmaier et Grant (2005) et Thomsen, Pedersen et Kvist (2006) qui mettent en évidence une relation négative entre concentration de l'actionnariat et performance, dans le contexte européen. Thomsen et al. (2006) constatent que le phénomène est surtout vrai lorsque le premier actionnaire détient plus de 10% du capital. D'autres recherches mettent en évidence des relations non linéaires et/ou complexes. Par exemple, Thomsen et Pedersen (2000) constatent une relation curvilinéaire (d'abord croissante puis décroissante) entre la concentration de l'actionnariat et la performance des grandes entreprises européennes. Margaritis et Psillaki (2010) observent aussi en France, sur un échantillon essentiellement composé de PME industrielles (chimie, textile, et informatique) que le lien entre concentration et performance n'est pas linéaire, et varie en fonction du niveau de concentration et du secteur d'activité.

Une autre étude menée par Morck, Shleifer et Vishny (1988) portant sur 456 entreprises françaises en 1980, un lien entre le pourcentage de capital détenu par les dirigeants et le ratio Q de Tobin (ratio entre la valeur de marché de la firme au numérateur et le coût de remplacement des actifs productifs au dénominateur). Les auteurs interprètent le résultat comme une évidence de l'amélioration de l'efficacité de la gestion des entreprises (du point

de vue des actionnaires) tant que le pourcentage détenu par les dirigeants ne dépasse pas un certain seuil.

Short et Keasy (1999) étudient également la non linéarité de la relation entre la propriété managériale et la performance de la firme (basée sur le rendement des capitaux propres) pour le cas de Royaume Uni. L'étude adopte le modèle cubique pour analyser cette relation. Ces auteurs suggèrent aussi que la performance est une fonction positive de la participation managériale entre 0% et 15.58%, fonction négative entre 15.58% et 41.84%, et au-delà de 41.84% la fonction est de nouveau positive.

En revanche, les études de Demsetz et Villalonga (2001) estiment que la structure de la propriété devrait être influencée par les intérêts des actionnaires visant à maximiser les profits, de sorte qu'il ne devrait pas y avoir de relation systématique entre les variations de la structure de propriété et les variations de la valeur de l'entreprise. Ces auteurs ont mené une étude de la relation entre la concentration de propriété et la performance mesurée par le Q de Tobin. Leur résultat appuie celui de Demsetz et Lehn.

Nous concluons que, la concentration de la propriété en tant que mécanisme interne de gouvernance d'entreprise est remarquée par les actionnaires possédant des participations importantes qui possèdent les incitations et les ressources nécessaires pour surveiller et discipliner la direction. Par conséquent, une structure de propriété concentrée pourrait limiter le problème de l'agence, créant ainsi le cadre idéal pour maximiser la valeur des entreprises. Ce fait pourrait donc s'expliquer par la contribution d'un processus de suivi efficace. Ainsi, une concentration plus élevée de la propriété implique de mettre l'accent sur les incitations et le pouvoir des actionnaires ayant des participations importantes dans le but de surveiller la direction à moindre coût. Par ailleurs, on perçoit la possibilité de résoudre le problème de l'agence en raison du manque de convergence des intérêts des actionnaires majoritaires et minoritaires.

D'autre part, il est également avancé que les actionnaires ayant plus d'actions peuvent nier les droits de ceux qui ont moins d'actions en donnant la priorité à leurs propres actions et à leurs intérêts individuels avant les intérêts d'autrui (Aren, Özkan & Dinç, 2014). Dans leur étude sur la structure de propriété et le contrôle de la propriété, Hill et Snell (1988) ont expliqué que la concentration de la propriété dans le groupe de la structure de propriété peut affecter la performance d'une entreprise, ce qui peut à son tour conduire à la maximisation de la richesse

des actionnaires. Ils ont également démontré qu'une association positive directe existait entre la concentration de la propriété et la performance de l'entreprise. Sur la base des preuves empiriques, l'hypothèse suivante peut être formulée : **Il existerait un lien significatif entre la concentration d'actionariat et la performance de l'entreprise.**

Nous remarquons que la relation entre la structure de l'actionariat et la performance ne semble pas claire. Parmi toutes les contributions empiriques, aucune thèse ne semble réellement dominer. Ainsi, les auteurs n'utilisent pas les mêmes mesures pour évaluer la structure d'actionariat.

2. Méthodologie et Résultats

2.1. Echantillon

Au niveau de cette étude, la base de données utilisée est composée de trois sources d'information :

- Les rapports annuels relatives aux états financiers des entreprises.
- Les notes d'information concernant les entreprises cotées sont des documents publiés sur le site internet de l'Autorité Marocaine des Marchés de Capitaux (AMMC).
- Les sites de bourse.

La collecte manuelle des données d'actionariat à partir des rapports annuels nous a contraints à limiter la période d'étude à 3 exercices allant de 2016 à 2018 sur un échantillon de **70 entreprises cotées** pour lesquelles nous disposons des informations sur le bilan et le compte de résultat. Il s'agit d'un panel déséquilibré étant donné que certaines sociétés ne fournissent pas de données actionnariales sur certaines années, en général parce qu'elles n'étaient pas cotées (par exemple MUTANDIS ET IMMORENTE avant 2018), ce qui explique le nombre d'observations total de **210 observations**.

Le tableau 1 ci-dessous détaille notre échantillon utilisé des entreprises cotées à la bourse des valeurs de Casablanca réparties selon leur secteur d'activité. (Voir annexe1)

Tableau N°1 : Répartition des entreprises de l'échantillon selon le secteur d'activité

SECTEUR D'ACTIVITE	Nombre d'entreprises
Transport	2
Télécommunications	1
Sylviculture et Papier	1
Sociétés de Portefeuilles / Holdings	2
Sociétés de placement immobilier	1
Sociétés de financement et Autres Activités Financières	4
Services de transport	1
Services aux Collectivités	1
Pétrole et Gaz	2
Participation et promotion immobilières	3
Mines	4
Matériels, Logiciels et Services Informatiques	7
Loisirs et Hôtels	1
Ingénieries et Biens d'Equipement Industriels	1
Industrie Pharmaceutique	2
Equipements Electroniques et Electriques	1
Electricité	1
Distributeurs	7
Chimie	2
Boissons	2
Bâtiment et Matériaux de Construction	7
Banques	6
Assurances	5
Agroalimentaire et Production	6
Nombre total de l'échantillon	70

Source : Elaboré par nos soins

2.2. Liste des variables utilisées et leurs mesures

Le tableau 2 expose l'ensemble des variables incluses dans notre étude ainsi que les mesures utilisées.

Tableau N°2 : Synthèse des variables utilisées

Variable	Définition	Mesure
Variables dépendantes (A expliquer)		
TobinQ	Q de TOBIN	$\frac{\text{(Valeur de marché des capitaux propres + Valeur comptable de la dette)} / \text{Valeur comptable du total des actifs}}{\text{Capitalisation boursière + total de l'actif - fonds propres}}$ Total de l'actif
ROA	Rentabilité des actifs	$\frac{\text{Résultat net}}{\text{Total de l'actif}}$
Variables indépendantes (Explicatives)		
ACT1	Pourcentage d'actions détenu par le premier actionnaire	
ACT2	Pourcentage d'actions détenu par le second actionnaire	
ACT3	Pourcentage d'actions détenu par le troisième actionnaire	
TAIL	Taille mesurée à partir du logarithme népérien du total de l'actif	

Source : Elaboré par nos soins

Au vu de la littérature sur le lien avec la performance financière, notamment les travaux de Demsetz et Villalonga (2001) ou Thomsen et Petersen (2000), nous avons choisi d'aborder la performance financière selon deux approches complémentaires. Une variable d'ordre comptable, la rentabilité des actifs (ROA) et une variable de valorisation par le marché (Q de Tobin). Comme le soulignent Demsetz et Villalonga (2001), les deux variables Q de Tobin et ROA ne mesurent pas les mêmes aspects de la performance selon deux critères : l'aspect temporel et le façonnement de la mesure.

❖ Variables à expliquer (dépendantes) :

➤ **Q de Tobin :**

Le Q de Tobin est une théorie des choix d'investissement élaborée en 1969 par l'économiste James Tobin. C'est un ratio représentant le rapport entre une valeur cotée en bourse et la valeur de remplacement du capital fixe.

La valeur de l'entreprise est estimée à partir du Q de Tobin qui s'écrit de la manière suivante :

$$\text{Tobin's } Q = \frac{\text{Capitalisation boursière + valeur de marché des dettes}}{\text{Valeur comptable du total actif}}$$

Le Q de Tobin est aussi calculé aussi de la manière suivante :

$$\frac{\text{Capitalisation boursière + total de l'actif - fonds propres}}{\text{Total de l'actif}}$$

Un Q supérieur à 1 signifie que l'entreprise en question est en bonne position et a intérêt à augmenter son stock de capital fixe (donc à investir), car l'augmentation de la valeur boursière sera supérieure au montant investi. Si le ratio est supérieur à 1, la confiance des actionnaires augmente et ces derniers peuvent voir leurs dividendes augmentés.

En revanche, si le ratio de Tobin est inférieur à 1, les actionnaires se montreront pessimistes envers l'entreprise. En conséquence, l'entreprise aura du mal à lever des fonds, à investir, et à récompenser ses actionnaires par des dividendes. Cependant, cet indicateur de la performance de l'entreprise montre ses limites en présence d'une bulle spéculative.

➤ **ROA :**

Le Return On Assets (ROA) mesure le rapport entre le résultat net (outil permettant de savoir si l'entreprise est bénéficiaire ou déficitaire) et le total des actifs (ensemble des éléments générant des ressources). Il exprime la capacité d'une entreprise à générer un revenu à partir de ses ressources.

Les analystes financiers estiment généralement qu'un faible ROA (inférieur à 5) indique qu'une entreprise retire une rentabilité insuffisante par rapport à ses ressources matérielles et financières. Pour calculer la ROA, la méthode la plus fréquemment utilisée est la suivante :

$$\text{Résultat net} \div \text{actifs nets} = \text{ROA}$$

❖ Variables explicatives (indépendantes)

➤ **Variables de la concentration d'actionariat :**

Nous avons introduit les niveaux de détention par le premier, le second et le troisième actionnaire (variables ACT1, ACT2 et ACT 3), comme variables explicatives de la performance

ACT1 : Pourcentage d'actions détenu par le premier actionnaire

ACT2 : Pourcentage d'actions détenu par le second actionnaire

ACT3 : Pourcentage d'actions détenu par le troisième actionnaire

❖ Variable de contrôle :

C'est un indicateur de la visibilité politique de l'entreprise. Les études démontrent que la taille des sociétés affecte les caractéristiques de la structure de propriété. À titre d'exemple, l'étude

de Demsetz et Lehn (1985) soutient que le niveau de concentration de l'actionnariat est corrélé de manière négative avec la taille de l'entreprise. Afin de maîtriser d'autres déterminants possibles de la performance de la firme non détectés par les variables de la structure de propriété, nous avons utilisé la variable de contrôle retenue dans la littérature (Sahut & Gharbi, 2010) :

TAIL : Taille de l'entreprise mesurée par le logarithme népérien du total de l'actif. L'actif pourrait refléter la taille de l'entreprise.

2.3. *Statistiques descriptives des variables*

Sur l'échantillon étudié, nous remarquons une forte concentration de l'actionnariat, le premier actionnaire détient en moyenne 53,56%, le second 22,61% et le troisième actionnaire 9,81%. A cet effet, dans le contexte marocain, la propriété et le contrôle sont regroupés entre les mains des actionnaires majoritaires.

Le tableau 3 qui suit récapitule les principales données dont nous allons nous servir pour nos explications ultérieures, il présente les statistiques descriptives de notre échantillon pour les années 2016-2018.

Tableau N°3 : Statistiques descriptives des variables incluses dans les modèles testés

VARIABLE	MOYENN E	MEDIANE	ECART TYPE	MAX	MIN	OBSERVATI ONS
ROA	0,0680	0,03955	0,0831	1,2618	-0,6259	210
Q	1,6048	1,3090	0,2914	5,5262	0,0288	210
ACT1	0,5356	0,5294	0,1841	0,9968	0,1385	210
ACT2	0,2261	0,2111	0,0980	0,4900	0,0032	210
ACT3	0,0981	0,1015	0,0596	0,2180	0,0000	210
TAIL	21,6375	21,44	2,0631	26,9	17,49	210

Source : Elaboré par nos soins à l'aide du logiciel EXCEL

Avec ROA, la rentabilité des actifs, Q, le Q de Tobin, ACT1, ACT2, et ACT3 le pourcentage d'actions détenu par le premier, second et troisième actionnaire respectivement¹, TAIL (variable de contrôle), représente la taille de l'entreprise mesurée à partir du logarithme népérien du total des actifs.

¹ Nous faisons l'hypothèse que les données relatives à la concentration d'actionnariat de 2018 sont fiables pour toute la période d'étude 2016-2018.

2.4. Corrélation bivariée des variables

Afin de mesurer l'association entre la concentration de l'actionnariat et la performance, nous avons utilisé la matrice de corrélation bivariée de Pearson (Tableau 4). Ce dernier contrairement à la régression simple ne propose pas d'identifier une variable dépendante et une variable indépendante mais il cherche à mesurer l'association qui permet d'établir si deux variables mesurées sur le même ensemble d'observations variant de façon analogue ou non.

Tableau N°4 : Résultats de la corrélation Pearson

Corrélation	ROA	Q	ACT1	ACT2	ACT3
ROA	1				
Q	0,475	1			
ACT1	0,032	0,140	1		
ACT2	0,217	0,051	-0,274	1	
ACT3	-0,073	-0,026	-0,609	0,022	1

Source : Matrice élaborée par nos soins à l'aide du logiciel SPSS (voir Annexe 2)

La corrélation est significative au seuil de 0,01, dans notre cas nous observons que la performance et la part détenue par le premier et le second actionnaire sont liés.

Afin de clarifier la relation qui existe entre les variables, nous avons utilisé la corrélation partielle (Tableau 5) en introduisant comme variable de contrôle la taille de l'entreprise qui est calculé par le logarithme népérien du total de l'actif.

Tableau N°5 : Résultats de la corrélation partielle

Corrélation	ROA	Q	ACT1	ACT2	ACT3	
Variable de contrôle TAILLE	ROA	1				
	Q	0,467	1			
	ACT1	0,031	0,140	1		
	ACT2	0,175	0,030	-0,283	1	
	ACT3	-0,049	-0,015	-0,612	0,049	1

Source : Matrice élaborée par nos soins à l'aide du logiciel SPSS

L'analyse de la matrice de corrélation montre que la part détenue par le troisième actionnaire est associée négativement avec la performance exprimée par ROA et Q de Tobin, puis positivement au-delà d'un certain seuil de détention qui est de 9,81%, au-delà de ce seuil la

performance est favorable à la concentration du premier actionnaire et le deuxième actionnaire.

Ces résultats montrent que la motivation des actionnaires et leur capacité à agir sur les décisions et le contrôle de l'entreprise supposent la détention d'une part suffisamment importante du capital. En revanche, lorsqu'ils détiennent une faible part du capital, ils ne seront pas en mesure d'exercer une influence favorable sur le devenir et la performance de l'entreprise.

Autrement dit, lorsqu'un actionnaire détient une part significative du capital, il est fortement incité à investir dans le contrôle de la gestion de l'entreprise car il s'appropriera une part non négligeable des bénéfices supplémentaires ainsi réalisés.

2.5. Régression liant la performance financière et les variables de concentration des trois premiers actionnaires

Comme nous l'avons déjà souligné plus haut, la structure de l'actionnariat influence la performance de l'entreprise que ce soit de manière positive, négative ou neutre. Pour cela, il était primordial d'intégrer la variable performance dans notre modèle de régression. De plus, selon Cormier, Landry et Magnan (2006, p. 157): « [...] Plus la performance d'une société est près d'une cible, plus il est probable que la direction s'engagera dans une démarche de gestion des résultats pour l'atteindre ou la dépasser. »

Dans cette partie, on va exécuter deux régressions linéaires suivant deux modèles. La première régression linéaire va tester, la relation entre la variable dépendante « ROA » et la variable indépendante « Concentration d'actionnariat », en plus de la variable de contrôle. La deuxième régression va tester la relation entre la variable indépendante « Concentration d'actionnariat » mais cette fois-ci avec la variable dépendante « Q de Tobin ». Le tableau 6 résume les principaux résultats de nos deux régressions linéaires.

La matrice de régression introduit les niveaux de détention par le premier, le second et le troisième actionnaire (variables ACT1, ACT2 et ACT 3), comme variables explicatives de la performance, mesurée par le ROA d'une part, et par le Q Tobin d'autre part.

➤ **Régression en utilisant ROA comme variable dépendante**

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,294 ^a	,087	,030	,25091

a. Prédicteurs : (Constante), TAIL, ACT1, ACT2, ACT3

Source : logiciel SPSS

Dans l'exemple, la valeur du coefficient de corrélation multiple est de 0,294. On trouve cette donnée sous la colonne « R ».

Rappelons que 0 équivaut à une absence de lien, alors que 1 constitue un lien parfait entre les variables. A cet effet, Il convient de noter qu'il existe une relation d'intensité moyenne et proportionnelle entre la performance ROA et la concentration d'actionnariat.

➤ **Régression en utilisant Q TOBIN comme variable dépendante**

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,213 ^a	,045	-,014	,83349

a. Prédicteurs : (Constante), TAIL, ACT1, ACT2, ACT3

Source : logiciel SPSS

R= 0,213, ce résultat montre aussi qu'une relation d'intensité moyenne et proportionnelle existe entre Q de TOBIN et la concentration d'actionnariat.

Le coefficient de détermination (R^2 , soit le carré du coefficient de corrélation linéaire r) est un indicateur qui permet de juger la qualité d'une régression linéaire simple. Il mesure l'adéquation entre le modèle et les données observées ou encore à quel point l'équation de régression est adaptée pour décrire la distribution des points.

Les résultats montrent que le coefficient de détermination R^2 se rapproche de 0, ce qui signifie que le nuage de points se disperse autour de la droite de régression.

Dans notre étude nous avons introduits aussi deux tests de colinéarité : tolérance et facteur d'inflation de la variance (VIF).

La tolérance est définie comme la part de variabilité de la variable indépendante qui n'est pas expliquée par une ou d'autres variables indépendantes. Une tolérance élevée correspond à un faible degré de colinéarité. Le seuil de 0,3 est recommandé. A l'inverse, le seuil du facteur d'inflation de la variance VIF doit être faible : Inférieur à 3.

Tableau N°6 : Récapitulatif des résultats des analyses de régression linéaire liant la performance financière et les variables de concentration des trois premiers actionnaires

<i>Variable</i>	ROA	Q TOBIN	Tolérance	VIF
Constante	0,403	1,464		
ACT 1	0,111	1,105	0,561	1,784
ACT 2	0,517	0,803	0,850	1,176
ACT 3	-0,036	1,838	0,601	1,665
TAIL	-0,022	-0,037	0,937	1,068

Source : Matrice élaborée par nos soins à l'aide du logiciel SPSS (Voir Annexe 3 et 4)

A la lecture du tableau 6, la tolérance et facteurs d'inflation de la variance (VIF) sont proches de 1, largement dans les limites recommandées (Tolérance sup > à 0,3 et VIF < à 3). Les variables explicatives sont donc peu corrélées entre elles, ce qui est un indice de qualité du modèle.

Concernant la variable introduite dans la régression, la taille est associée négativement à la performance financière. Aussi, des études démontrent que la taille des sociétés affecte les caractéristiques de la structure de propriété. À titre d'exemple, l'étude de Demsetz et Lehn (1985) soutient que le niveau de concentration de l'actionnariat est corrélé de manière négative avec la taille de l'entreprise.

À la lumière de ce qui précède, on peut constater qu'il existe une relation curvilinéaire entre la part détenue par le premier et second actionnaire et la performance. La concentration du troisième actionnaire est d'abord associée négativement avec la performance de l'entreprise, puis positivement au-delà d'un certain seuil de détention. A cet effet, on peut confirmer qu'il existe une relation entre la concentration d'actionnariat et la performance.

Nos résultats rejoignent les études de Thomsen et Pedersen (2000) qui ont constaté aussi une relation curvilinéaire (d'abord croissante puis décroissante) entre la concentration de l'actionnariat et la performance des grandes entreprises européennes.

Conclusion

Le but de cette étude était de rechercher s'il existe une relation entre la concentration de l'actionnariat et la performance des entreprises marocaines cotées en bourse, 70 entreprises ont été sélectionnées qui ont été cotées à la bourse de Casablanca au cours de la période 2016-2018. La concentration de l'actionnariat a été considérée comme une variable indépendante et mesurée par la part détenue par les trois premiers actionnaires. La valeur de l'entreprise a été considérée comme une variable dépendante représentant la performance financière calculée à partir de Q Tobin et ROA, tandis que la variable de contrôle spécifique était la taille de l'entreprise.

En utilisant des modèles de régression multivariés pour les données de panel, nous avons trouvé une influence positive du pourcentage d'actions détenues par le premier et le deuxième actionnaire, tandis que le pourcentage d'actions détenues par le troisième actionnaire influence négativement la performance de l'entreprise. Les résultats confirment la relation positive entre la concentration de la propriété et la valeur de l'entreprise, confirmant la perspective de l'agence selon laquelle une concentration plus élevée augmente le pouvoir et le contrôle des actionnaires en alignant les gestionnaires et les intérêts des actionnaires, et par conséquent augmente la valeur de l'entreprise.

Ces résultats corroborent aussi les conclusions de Berle et Means (1932), qui dévoilent une relation positive entre la structure de propriété et la valeur de l'entreprise, ainsi que les conclusions de Shleifer et Vishny (1986), qui prédisent une relation positive entre le contrôle de la propriété et la performance de l'entreprise.

En parcourant les recherches précédentes, nous avons souligné l'importance de la gouvernance d'entreprise dans la structure de propriété. A cet effet, la relation entre la structure de l'actionnariat et la performance est un sujet de grand intérêt dans la littérature sur la gestion stratégique. Comme les études antérieures ont donné des théories et des preuves contrastées sur la relation entre la concentration de l'actionnariat et la performance de l'entreprise, de nouvelles preuves sont toujours possibles. Les différences dans les résultats de recherches empiriques antérieures qui montrent une relation absente, linéaire et non linéaire, peuvent dépendre de nombreux facteurs : variables du modèle, relation supposée (linéaire ou non linéaire), pays, années d'études et sélection de l'échantillon. Par ce moyen, notre étude

ajoute de nouvelles preuves sur un tel débat sur la structure d'actionnariat des entreprises marocaines et plus précisément les entreprises cotées à la bourse des valeurs de Casablanca.

Plusieurs voies d'amélioration et d'analyses complémentaires sont possibles dans le prolongement de cette recherche. En complément de la concentration d'actionnariat, la nature des actionnaires peut aussi influencer la performance de l'entreprise. Une analyse complémentaire de la nature d'actionnariat constitue une voie d'amélioration et permettrait d'affiner l'interprétation des résultats.

ANNEXES

Annexe 1-Liste des entreprises cotées à la bourse des valeurs de Casablanca représentant notre échantillon d'étude

Libelle valeur	Secteur/Catégorie	
AFMA	Assurances	1
AFRIQUIA GAZ	Pétrole et Gaz	2
ALLIANCES	Participation et promotion immobilières	3
ATLANTA	Assurances	4
ATTIJARIWafa BANK	Banques	5
AUTO HALL	Distributeurs	6
BCP	Banques	7
BMCE BANK	Banques	8
BMCI	Banques	9
CDM	Banques	10
CIH	Banques	11
CIMENTS DU MAROC	Bâtiment et Matériaux de Construction	12
COLORADO	Bâtiment et Matériaux de Construction	13
COSUMAR	Agroalimentaire et Production	14
CTM	Transport	15
DELTA HOLDING	Sociétés de Portefeuilles / Holdings	16
DISWAY	Matériels, Logiciels et Services Informatiques	17
DOUJA PROM ADDOHA	Participation et promotion immobilières	18
ENNAKL	Distributeurs	19
EQDOM	Sociétés de financement et Autres Activités Financières	20
FENIE BROSSETTE	Distributeurs	21
HPS	Matériels, Logiciels et Services Informatiques	22
ITISSALAT AL-MAGHRIB	Télécommunications	23
JET CONTRACTORS	Bâtiment et Matériaux de Construction	24
LABEL VIE	Distributeurs	25
LAFARGEHOLCIM MAR	Bâtiment et Matériaux de Construction	26
LESIEUR CRISTAL	Agroalimentaire et Production	27
LYDEC	Services aux Collectivités	28
MANAGEM	Mines	29
MICRODATA	Matériels, Logiciels et Services Informatiques	30
MINIERE TOUSSIT	Mines	31
NEXANS MAROC	Equipements Electroniques et Electriques	32
OULMES	Boissons	33
RES DAR SAADA	Participation et promotion immobilières	34
RISMA	Loisirs et Hôtels	35
SAHAM ASSURANCE	Assurances	36
SALAFIN	Sociétés de financement et Autres Activités Financières	37
SNEP	Chimie	38

SOCIETE DES BOISSONS DU MAROC	Boissons	39
SOSEP-Marsa Maroc	Services de transport	40
SONASID	Bâtiment et Matériaux de Construction	41
STOKVIS NORD AFRIQUE	Distributeurs	42
TAQA MOROCCO	Electricité	43
TOTAL MAROC	Pétrole et Gaz	44
UNIMER	Agroalimentaire et Production	45
Wafa ASSURANCE	Assurances	46
ALUMINIUM DU MAROC	Bâtiment et Matériaux de Construction	47
CARTIER SAADA	Agroalimentaire et Production	48
DELATTRE LEVIVIER MAROC	Ingénieries et Biens d'Equipeement Industriels	49
IB MAROC.COM	Matériels, Logiciels et Services Informatiques	50
M2M Group	Matériels, Logiciels et Services Informatiques	51
MAGHREB OXYGENE	Chimie	52
MAGHREBAIL	Sociétés de financement et Autres Activités Financières	53
MAROC LEASING	Sociétés de financement et Autres Activités Financières	54
MED PAPER	Sylviculture et Papier	55
S.M MONETIQUE	Matériels, Logiciels et Services Informatiques	56
SMI	Mines	57
SOTHEMA	Industrie Pharmaceutique	58
AFRIC INDUSTRIES SA	Bâtiment et Matériaux de Construction	59
AGMA	Assurances	60
AUTO NEJMA	Distributeurs	61
BALIMA	Sociétés de placement immobilier	62
CENTRALE DANONE	Agroalimentaire et Production	63
DARI COUSPATE	Agroalimentaire et Production	64
INVOLYS	Matériels, Logiciels et Services Informatiques	65
PROMOPHARM S.A.	Industrie Pharmaceutique	66
REALISATIONS MECANIKES	Distributeurs	67
REBAB COMPANY	Mines	68
TIMAR	Transport	69
ZELLIDJA S.A	Sociétés de Portefeuilles / Holdings	70

Annexe 2 : Matrice de Corrélation extraite du logiciel SPSS

		Corrélations				
		ROA	Q	ACT1	ACT2	ACT3
ROA	Corrélation de Pearson	1	,475**	,032	,217	-,073
	Sig. (bilatérale)		,000	,793	,071	,551
	N	70	70	70	70	70
Q	Corrélation de Pearson	,475**	1	,140	,051	-,026
	Sig. (bilatérale)	,000		,249	,673	,834

	N	70	70	70	70	70
ACT1	Corrélation de Pearson	,032	,140	1	-,274*	-,609**
	Sig. (bilatérale)	,793	,249		,022	,000
	N	70	70	70	70	70
ACT2	Corrélation de Pearson	,217	,051	-,274*	1	,022
	Sig. (bilatérale)	,071	,673	,022		,854
	N	70	70	70	70	70
ACT3	Corrélation de Pearson	-,073	-,026	-,609**	,022	1
	Sig. (bilatérale)	,551	,834	,000	,854	
	N	70	70	70	70	70

Annexe 3 : Régression avec ROA comme variable dépendante

Modèle		Coefficients									Statistiques de colinéarité	
		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés			Corrélations			Tolérance	VIF	
		B	Erreur standard	Bêta	t	Sig.	Corrélation simple	Partielle	Partielle			
1	(Constante)	,403	,394		1,025	,309						
	ACT1	,111	,219	,080	,505	,615	,032	,063	,060	,561	1,784	
	ACT2	,517	,334	,199	1,547	,127	,217	,188	,183	,850	1,176	
	ACT3	-,036	,654	-,008	-,055	,956	-,073	-,007	-,007	,601	1,665	
	TAIL	-,022	,015	-,179	-1,464	,148	-,225	-,179	-,173	,937	1,068	

Annexe 4 : Régression avec O comme variable dépendante

Modèle		Coefficients									Statistiques de colinéarité	
		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés			Corrélations			Tolérance	VIF	
		B	Erreur standard	Bêta	t	Sig.	Corrélation simple	Partielle	Partielle			
1	(Constante)	1,464	1,307		1,120	,267						
	ACT1	1,105	,728	,246	1,518	,134	,140	,185	,184	,561	1,784	
	ACT2	,803	1,110	,095	,723	,472	,051	,089	,088	,850	1,176	
	ACT3	1,838	2,173	,132	,846	,401	-,026	,104	,103	,601	1,665	
	TAIL	-,037	,050	-,093	-,740	,462	-,101	-,091	-,090	,937	1,068	

BIBLIOGRAPHIE

- Alonso-Bonis, S., & de Andrés-Alonso, P. (2007). Ownership structure and performance in large Spanish companies. Empirical evidence in the context of an endogenous relation. *Corporate ownership and control*, 4(4), 206-216.
- Aren, S., Kayagil, S. Ö., & Aydemir, S. D. (2014). The determinants and effects of corporate governance level: Evidence from Istanbul Stock Exchange. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 150, 1061-1070.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Hancourt, Brace & World. Inc. Copyright, New York (Republished 1968).
- Boubakri, N., Cosset, J. C., & Guedhami, O. (2005). Postprivatization corporate governance: The role of ownership structure and investor protection. *Journal of Financial economics*, 76(2), 369-399.
- Charreaux, G. (1991). Structures de propriété, relation d'agence et performance financière. Ownership structures, agency relationship and financial performance. *Revue économique*, 521-552.
- Claessens, S., & Fan, J. P. (2002). Corporate governance in Asia: A survey. *International Review of finance*, 3(2), 71-103.
- Cole, R. A., & Mehran, H. (1998). The effect of changes in ownership structure on performance: Evidence from the thrift industry. *Journal of Financial economics*, 50(3), 291-317.
- De Miguel, A., Pindado, J., & De La Torre, C. (2004). Ownership structure and firm value: New evidence from Spain. *Strategic Management Journal*, 25(12), 1199-1207.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of political economy*, 93(6), 1155-1177.
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of corporate finance*, 7(3), 209-233.
- Earle, J. S., Kucsera, C., & Telegdy, Á. (2005). Ownership concentration and corporate performance on the Budapest stock exchange: Do too many cooks spoil the goulash?. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 254-264.
- EL HAMMIOUI L. (2019). La gestion des compétences comme levier de performance de l'entreprise . *Revue Internationale des Sciences de Gestion « Numéro 6 : Volume 3 : numéro 1 »* , 1-15 .
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Han, K. C., & Suk, D. Y. (1998). The effect of ownership structure on firm performance: Additional evidence. *Review of Financial Economics*, 7(2), 143-155.
- Hill, C. W., & Snell, S. A. (1988). External control, corporate strategy, and firm performance in research-intensive industries. *Strategic management journal*, 9(6), 577-590.
- Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G., & Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of financial economics*, 53(3), 353-384.
- Hrovatin, N., & Uršič, S. (2002). The determinants of firm performance after ownership transformation in Slovenia. *Communist and Post-Communist Studies*, 35(2), 169-190.
- Kirchmaier, T., & Grant, J. (2005). Corporate ownership structure and performance in Europe. *European management review*, 2(3), 231-245.

- Mard, Y., Marsat, S., & Roux, F. (2014). Structure de l'actionnariat et performance financière de l'entreprise: le cas français. *Finance Contrôle Stratégie*, 17-4.
- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of banking & finance*, 34(3), 621-632.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial economics*, 27(2), 595-612.
- Meckling, W. H., & Jensen, M. C. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, 20, 293-315.
- Mtanios, R., & Paquerot, M. (1999). Structure de propriété et sous-performance des firmes: une étude empirique sur le marché au comptant, le règlement mensuel et le second marché. *Finance contrôle stratégie*, 2(4), 157-179.
- Sahut, J. M., & Gharbi, H. O. (2010). Institutional Investors' Typology and Firm Performance: The Case of French Firms. *International Journal of Business*, 15(1), 33.
- Thomsen, S., & Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689-705.
- Thomsen, S., Pedersen, T., & Kvist, H. K. (2006). Blockholder ownership: Effects on firm value in market and control based governance systems. *Journal of Corporate finance*, 12(2), 246-269.
- Welch, E. (2003). The relationship between ownership structure and performance in listed Australian companies. *Australian journal of management*, 28(3), 287-305.
- William, H., & Michael, J. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*.

Webographie:

www.ammc.ma [consulté le 22 novembre 2019]

www.casablana-bourse.com [consulté le 25 octobre 2019]

www.cdgcapitalbourse.ma [consulté le 25 octobre 2019]

www.investopedia.com [consulté le 10 janvier 2020]

www.leboursier.ma [consulté le 25 octobre 2019]

www.pagesped.cahuntsic.ca [consulté le 03 février 2020]

www.spss.espaceweb.usherbrooke.ca [consulté le 03 février 2020]