

## **Analyse des effets de l'actionnariat salarié sur la création de valeur financière des entreprises marocaines cotées en bourse**

### **Analysis of the effects of employee share ownership on the creation of financial value of Moroccan companies listed on the stock exchange**

**ELOUADI Sara**

Enseignant chercheur

Faculté des Sciences Juridique Economique et Sociale Ain Sebaâ

Université Hassan II de Casablanca

Laboratoire de Recherche en Management, Information et Gouvernances (LARMIG), Maroc

**elouadisara@gmail.com**

**ER.ROMMANI Houssam**

Doctorant

Faculté des Sciences Juridique Economique et Sociale Ain Sebaâ

Université Hassan II de Casablanca

Laboratoire de Recherche en Management, Information et Gouvernances (LARMIG), Maroc

**herrommani@gmail.com**

**Date de soumission** : 09/01/2021

**Date d'acceptation** : 23/02/2021

**Pour citer cet article** :

ELOUADI S & ER.ROMMANI H (2021) «Analyse des effets de l'actionnariat salarié sur la création de valeur financière des entreprises marocaines cotées en bourse », Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit « Volume 5 : numéro 1 » pp : 65 – 88.

## Résumé

L'actionnariat salarié (AS) est un mécanisme d'incitation et de motivation des salariés hautement plébiscité à l'international en raison de ses retombées vertueuses sur la performance des entreprises et les comportements organisationnels. Notre travail propose d'étudier les effets de cette pratique sur la performance financière des entreprises marocaines afin d'apprécier l'impact de la participation des salariés sur la création de valeur financière. A cet effet, nous avons mené une étude empirique basée sur deux méthodes d'analyse en utilisant le logiciel SPSS. Notre échantillon est composé de 33 entreprises ayant médiatisé et réalisé au moins une seule opération d'actionnariat salarié au Maroc depuis leur introduction en bourse. Les données financières ont été extraites des déclarations comptables de chaque entreprise pour la période allant de 2015 à 2019. Les résultats montrent que L'AS est faiblement pratiqué par les entreprises au Maroc grâce au listing que nous avons établi et les tests ne permettent pas d'affirmer l'existence d'impact sur la performance des entreprises étudiées.

**Mots clés :** Actionnariat Salarié ; Participation des salariés ; Intéressement ; Création de valeur financière ; performance financière.

## Abstract

Employee share ownership (ESOP) is a highly acclaimed international incentive and motivation mechanism for employees due to its virtuous impact on company performance and organizational behavior. Our work proposes to study the effects of this practice on the financial performance of Moroccan companies in order to assess the impact of employee participation on the creation of financial value. To this end, we conducted an empirical study based on two analytical methods using SPSS software. Our sample is made up of 33 companies that have publicized and carried out at least one employee shareholding operation in Morocco since their IPO. The financial data was extracted from the accounting statements of each company for the period from 2015 to 2019. The results show that ESOP is weakly practiced by companies and the tests do not confirm the existence of its impact on the performance of the companies studied.

**Keywords :** Employee share ownership ; Employee participation ; Profit-sharing ; Creation of financial value; financial performance.

## Introduction

La participation des salariés au capital de leurs entreprises est une pratique largement connue et plébiscitée à l'international. Les Etats Unis constituent le pionnier planétaire de l'épargne salariale et affiche, à ce jour, 14 millions d'actionnaires salariés. La France est considérée comme le champion européen en matière de démocratisation de l'actionnariat salarié et compte près de 3,2 millions d'actionnaires salariés, suivie par la Grande Bretagne qui affiche près de 2 millions. Tandis qu'en Allemagne, ils sont 700 000 salariés à détenir les actions de leurs entreprises. Cet engouement pour les dispositifs d'AS est partagé par les entreprises européennes qui totalisent 10 millions d'actionnaires salariés en 2019<sup>1</sup>.

Cet intérêt économique grandissant s'accompagne d'une véritable prise de conscience politique en consacrant davantage d'incitants fiscaux afin de promouvoir l'instauration de l'actionnariat salarié par les entreprises. En France la Loi PACTE -Plan d'Action pour la Croissance et la Transformation des Entreprises promulguée au printemps 2019 a mis en place de nombreuses incitations et réductions pour élargir l'adoption de l'AS par les entreprises françaises. Et le ministre français de l'économie et des finances, Bruno Le Maire affiche comme objectif gouvernemental l'octroi de 10% du capital des entreprises françaises aux salariés en 2030.

Les entreprises marocaines ne font pas exception à la règle et ont mis en place quelques opérations d'AS. Toutefois, ces plans de participation restent l'apanage des grandes capitalisations boursières et pâtissent de la méconnaissance de ses mécanismes et ses effets sur la valeur des entreprises et les attitudes des salariés. A cet effet, le monde académique doit encourager l'essor de ce phénomène vertueux pour l'économie marocaine en consacrant plus de recherches empiriques sur les retombées de l'AS qui demeurent, notamment, très laconique aux Maroc.

A ce titre, notre travail questionne le développement de l'AS au Royaume et se propose, d'apporter des éléments de réponse à la problématique suivante : Quelles sont les entreprises qui pratiquent l'actionnariat salarié au Maroc et est-ce que l'AS influence-t-il leur performance financière ?

Pour répondre à notre problématique, nous présentons, en premier lieu, une analyse théorique de l'actionnariat salarié, ensuite, nous exposons une synthèse empirique des études antérieures qui ont porté sur le lien entre la performance de l'entreprise et l'AS.

---

<sup>1</sup> Statistiques fournies par la Fédération Européenne de l'Actionnariat Salarié.

En second lieu, nous présentons la méthodologie de recherche privilégiée dans le cadre de cette étude, ainsi que les résultats et une discussion de ces derniers.

A la fin, la conclusion rappellera les objectifs et résultats de l'étude. Et explicitera, d'une part, les apports théoriques, méthodologiques et managériaux et d'autre part, les limites ainsi que les perspectives de recherches futures.

### **1. Cadre théorique et conceptuel de l'actionnariat salarié**

Dans le cadre de l'approche traditionnelle et financière de la gouvernance d'entreprise, l'actionnariat salarié trouve un meilleur référentiel d'analyse dans la théorie d'agence. Cette dernière considère la firme comme un véritable nœud de contrats à travers lequel s'établit la relation entre l'agent « dirigeant » et le principal « actionnaire ». Cette relation appelée une relation d'agence, définie par (Jensen & Meckling, 1976) comme étant un contrat par lequel les actionnaires désignent un dirigeant pour effectuer une tâche en leur nom, à savoir le management de l'entreprise. Cela implique, bien entendu, une certaine délégation de pouvoir de décision. Toutefois, cette relation d'agence présente de nombreux problèmes liés aux divergences d'intérêts entre le principal et l'agent qui peuvent avoir des répercussions néfastes sur la performance de l'entreprise et sur les intérêts financiers des actionnaires. Généralement, cette divergence d'intérêts entre le principal et l'agent, peut générer des coûts appelés "coûts d'agence", dus principalement à l'opportunisme causé par l'incomplétude des contrats, l'incertitude, l'imparfaite observabilité des efforts effectués par l'agent, ainsi que l'asymétrie informationnelle (Caby & Hirigoyen, 2001 ; Desbrières, 2002).

(Jensen & Meckling, 1976) classent ces coûts selon trois types, à savoir : « *les coûts de contrôle* » ou de surveillance supportés par le principal pour limiter tout comportement opportuniste de l'agent lors de sa gestion à l'entreprise, « *les coûts d'obligation* » engagés par l'agent pour rassurer le principal et le persuader d'agir selon ses intérêts. Et « *Les coûts d'opportunité* » qui représentent la perte résiduelle, due à la perte d'utilité subie par le principal en raison de la divergence d'intérêts avec l'agent.

En réponse à ces circonstances, pouvant entraîner une baisse de la qualité, de la productivité et de la performance, et afin de garantir que les intérêts des dirigeants-salariés soient cohérents avec ceux des actionnaires des instruments de contrôle et des mécanismes d'incitation peuvent être mis en place dont notamment l'actionnariat salarié.

Dans cette perspective, (Hansman, 1996) estime que lorsque les entreprises diffusent des plans d'actionnariat salarié de manière très large, ils encouragent les salariés à se contrôler et

à contrôler les efforts des autres salariés. En d'autres termes, les plans d'actionnariat salarié créent une culture de responsabilité collective (Whyte, 1978). L'actionnariat salarié peut aider à établir des relations de travail positives, y compris la sensibilisation aux intérêts communs et aux objectifs communs (Lawler, 1977), et la promotion de la coopération (Long, 1978) entre les employés (Weitzman & Kruse, 1990).

Dans ce sens, (Long, 1980) stipule que l'actionnariat salarié peut fournir un sentiment d'objectifs communs, un sentiment d'appartenance à une organisation et un sentiment de loyauté. De manière informelle, cela ne peut qu'encourager la mise en place d'un système de confiance (Poulain-Rehm, 2006) au sein de l'entreprise. De ce fait, l'actionnariat salarié constitue non seulement une source d'incitation et de motivation pour les salariés, mais permet, de surcroît, de les impliquer au sein de l'entreprise en suscitant un grand engagement de leur part et en baissant le taux d'absentéisme, les conflits et le *turnover*.

En conséquence, cela augmentera certainement la productivité et augmentera la compétitivité et la rentabilité de l'entreprise. Dans ces perspectives, de nombreuses recherches ont porté sur l'étude de l'impact de l'actionnariat salarié sur la performance financière et organisationnelle.

La majeure partie de ces études a démontré la relation positive qui existe entre l'actionnariat salarié et la performance de l'entreprise, notamment les études de « (Conte & Tannenbaum, 1978) ; (Wagner & Rosen, 1985) ; (Rosen et al., 1986) et (Marsh & Mc Allister, 1981) ». En effet, selon (Rotondi, 1975) cette performance est liée à l'émanation de trois facteurs interdépendants mais induits par l'AS, à savoir la convergence d'intérêt des salariés, la loyauté et le sentiment d'appartenance à l'entreprise.

D'un autre côté, la participation des salariés au niveau des instances de gouvernance est susceptible de conduire à des meilleures prises de décisions. Les salariés disposent généralement d'informations que les cadres supérieurs n'ont pas. En outre, l'actionnariat salarié permet d'exprimer des opinions différentes, ce qui peut réduire concrètement le risque de mentalité de groupe (Garfatta, 2010).

Enfin, pour toute entreprise, l'intérêt de l'actionnariat salarié est de renforcer la motivation des salariés et d'assurer la conciliation des intérêts individuels (Desbrières, 1997), et ce dans la recherche d'une meilleure performance (Garfatta, 2010). Ceci a été corroboré par l'étude réalisée par Altedia-COB de juin (1999), qui a conclu que la raison la plus importante qui pousse les entreprises à adopter l'actionnariat salarié en est la motivation des salariés, la conciliation d'intérêts et la réduction du *turnover*.

L'intérêt considérable porté à l'actionnariat salarié, nous a incités à analyser la place de ce

mécanisme au Maroc, afin de remédier à l'insuffisance que connaissent les recherches académiques marocaines en la matière. Pour ce fait, nous choisissons dans le cadre de cette étude d'apporter des éléments de réponse au volet financier de la création de valeur, principalement à travers l'analyse de l'impact de l'actionnariat salarié sur la performance financière et comptable des entreprises.

## 2. Synthèse des travaux empiriques sur la performance financière et l'AS :

L'actionnariat salarié est un phénomène qui a suscité un grand débat dans le milieu académique et politique. A ce titre, de nombreuses études ont été réalisées au sujet de la relation qui existe entre l'actionnariat salarié et la performance de l'entreprise. Quatre pans de littérature semblent alors se former, le premier soutient l'existence d'une relation négative entre l'AS et la performance de l'entreprise. Le deuxième pan affirme que l'AS n'a aucun effet sur la performance. Le troisième pan et le plus majoritaire, met en avant l'existence d'une relation positive entre l'AS et la performance. Et enfin, il existe un quatrième pan qui explique que l'AS a un impact curvilinéaire sur la valeur financière. Nous présentons dans ce qui suit une synthèse de ces travaux empiriques.

Peu d'études empiriques affirment l'existence d'une relation négative entre la participation des salariés au capital et la performance. C'est le cas, notamment, de (Livingston & Henry, 1980) qui constatent un effet négatif sur la rentabilité. Pareillement, (Park & Song, 1995) rapportent un effet négatif sur la performance économique et boursière. Quant à (Faleye, et al., 2006), ils montrent que les entreprises qui disposent d'un fort niveau d'actionnariat salarié (plus de 5 % de capital) ont une performance inférieure à celle disposant d'un niveau faible d'AS (moins de 5 % de capital). Les auteurs qualifient ce phénomène du « *Dark Side* » de l'AS et l'attribuent à l'enracinement des dirigeants et l'instrumentalisation des salariés.

La deuxième catégorie des études, montre que l'actionnariat salarié n'a aucun effet sur la performance. Selon ces travaux, l'AS n'a pas d'impact significatif sur la performance économique de l'entreprise (Bloom, 1986) et (Borstadt & Zwirlein, 1995). Le General Accounting Office (1986) a constaté que les *Employee Stock Ownership Plans* (ESOP) n'auront un effet sur la performance, que s'ils sont combinés avec une gestion participative car aux Etats Unis l'octroi des titres n'est pas toujours accompagné du droit de vote. En France, (Vaughan-Whitehead, 1992) n'a pas prouvé l'existence d'un impact significatif sur les performances financières et sur le chiffre d'affaires. Également, (Trébucq, 2002) montre que l'actionnariat salarié n'a pas d'influence sur la valeur actionnariale. Aussi, (Poulain-Rehm, 2006) a souligné

dans une étude réalisée dans le contexte français portant sur un échantillon de 131 entreprises cotées, que l'actionnariat salarié n'affecte pas la valeur actionnariale et partenariale.

La troisième catégorie d'études, révèle l'existence de liens positifs entre l'actionnariat salarié et la performance. Plus précisément, ces travaux montrent que l'AS a un impact positif sur la performance financière (Fitzroy & Kraft, 1987), sur le chiffre d'affaires, la performance économique et financière (Wagner & Rosen, 1985) et sur la rentabilité (Conte & Tannenbaum, 1978). En France, une étude longitudinale réalisée par (Kumbhakar & Dunbar, 1993) sur une période de six ans (1982-1987), portant sur un échantillon de 120 entreprises, a montré que l'actionnariat salarié a un effet positif et significatif sur la performance (mesurée par le chiffre d'affaires).

Aussi, (Jones & Kato, 1993), affirment l'existence d'une corrélation positive et significative entre l'actionnariat salarié et la performance économique, d'après une étude portant sur un échantillon de 320 entreprises japonaises qui disposaient des plans (ESOP). Plus récemment, l'étude réalisée par (Aubert, et al., 2016) dans un contexte français sur les 900 filiales d'un groupe du CAC 40, montre que l'actionnariat salarié influe positivement sur la performance économique. Pareillement, l'étude menée par (Basterretxea & Storey, 2018) explique que l'AS engendre un accroissement de la productivité et une baisse des départs des deux entreprises en copropriété en Grande Bretagne et en Espagne. Dans un autre contexte la recherche réalisée par (Alimi, 2019) affirme que l'AS contribue à augmenter la valeur actionnariale des entreprises camerounaises étudiées.

Dans le contexte marocain, nous n'avons pas trouvé d'études ayant investi, explicitement, le lien entre l'AS et la performance. Néanmoins, la recherche de Azzouzi et Haoudi (2020) a constaté, dans un cadre différent, que la présence de l'actionnariat familial influe positivement sur la performance des entreprises marocaines cotées en bourse.

La quatrième catégorie, montre que la relation entre l'actionnariat salarié et la performance est curvilinéaire. En France, (Dondi, 1992) a étudié la rentabilité financière d'un échantillon de 105 entreprises françaises cotées sur une période de quatre ans (1985-1988), et constate que la rentabilité financière augmente progressivement, tant que le taux d'actionnariat salarié ne dépasse pas 10% du capital de l'entreprise. Cependant, la rentabilité financière devient décroissante quand le taux d'actionnariat salarié dépasse le seuil de 10%. De ce fait, la relation entre l'actionnariat salarié et la rentabilité financière a tendance à prendre une forme d'un U inversé. Dans ce sens, (Guedri & Hollandts, 2008), démontrent d'après leur étude qui portait

sur un échantillon de 189 entreprises françaises sur une période de quatre ans (2001-2004), qu'il y a une relation curvilinéaire entre l'actionnariat salarié et la performance économique de l'entreprise.

Si la littérature ne semble pas être unanime sur la nature de l'impact de l'AS sur la valeur financière, on dénote, néanmoins, que la grande majorité des études montre l'existence d'un lien positif. Et on peut ajouter à ces études la pluralité des travaux qui mettent, en avant, le rôle de l'AS dans l'émergence de comportements positifs au travail comme l'accroissement de l'implication organisationnelle, la satisfaction au travail, la baisse des intentions de départ (Elouadi, 2015) et le rôle favorable de l'AS dans le développement du capital humain des salariés et leur potentiel au travail (Elouadi, 2016).

En se référant aux résultats empiriques des études antérieures susmentionnées, nous envisageons d'examiner les hypothèses suivantes :

H0 : L'actionnariat salarié n'induirait aucun effet sur la création de valeur financière des entreprises.

H1 : L'actionnariat salarié induirait un effet positif sur la création de valeur financière des entreprises.

H2 : L'actionnariat salarié induirait un effet négatif sur la création de valeur financière des entreprises.

### **3. Méthodologie empirique :**

La première contrainte à laquelle nous nous sommes confrontés en voulant analyser l'impact de l'AS sur la valeur financière des entreprises est l'absence d'informations sur les entreprises marocaines qui associent les salariés à leur capital. Nous avons alors décidé d'établir un listing de ces entreprises (Annexes N°1). Pour ceci, on a fait appel à plusieurs sources de données disponibles sur le site web de la bourse de Casablanca et le site web de l'autorité marocaine du marché des capitaux, AMMC.

Ces documents comportent les communiqués de presse, les états financiers, les documents d'informations et les résultats techniques. Notre population étudiée se compose des sociétés cotées en bourse de Casablanca composant l'indice Masi qui compte 75 sociétés au 31/12/2019. L'analyse nous a permis d'avoir un échantillon de 33 entreprises parmi les soixante-quinze, qui ont médiatisé et réalisé au moins une seule opération d'actionnariat salarié au Maroc (Annexes N°1). Cette base de données contient les informations suivantes : Le nom de l'entreprise, son

secteur d'activité, sa date d'introduction en bourse, la date des opérations réalisées de l'actionnariat salarié, le nombre des actions offertes aux salariés et le pourcentage du capital, la décote accordée par cette entreprise, la période d'indisponibilité des titres, le nombre des opérations d'actionnariat salarié réalisées par cette entreprise et les modalités de diffusion de l'actionnariat salarié.

Après avoir déterminé l'ensemble des entreprises qui pratiquent l'actionnariat salarié au Maroc, on a extrait leurs données financières à partir des sites web de la bourse de Casablanca et de L'AMMC. Elles concernent les informations suivantes : les résultats nets de cinq exercices (2015-2019), les chiffres d'affaires de cinq exercices (2015-2019), le capital social des entreprises qui pratiquent l'AS au 31/12/2019. Enfin, pour la variable : type de gouvernance (familiale ou non familiale) : on a exploité les travaux de (Korichi & Alaoui Mdaghri, 2018) qui avaient pour objectif de recenser les entreprises familiales et non familiales cotées en bourse de Casablanca.

### **3.1. La mesure de variables :**

En se référant à la littérature et aux études antérieures qui ont porté sur la relation entre l'actionnariat salarié et la performance financière des entreprises, on s'aperçoit que plusieurs mesures ont été préconisées pour examiner cette relation. En effet, pour la variable « création de valeur financière » qui constitue notre variable dépendante, (Trébucq, 2002) a retenu « la valeur ajoutée économique », tandis que (Poulain-Rehm, 2006) a utilisé « la valeur ajoutée ». Et (Ngongang, 2013) a utilisé « la moyenne de la valeur ajoutée positive de deux exercices ». D'autres mesures ont été également exploitées par les chercheurs comme « le rendement des investissements (ROI) », « le ratio Q de Tobin » et « le ratio de Marris » (Garfatta, 2010). Nous retenons dans le cadre de notre étude, deux indicateurs de mesure à savoir : « le taux moyen de la rentabilité net de cinq exercices » qui mesure la profitabilité moyenne de l'entreprise sur 5 ans (2015-2019) et « la moyenne du résultat net de cinq exercices » (Tableau N°1).

**Tableau N° 1: Mesure retenue de la création de valeur financière**

Variable dépendante	Indicateur	Dénomination
Création de valeur financière	Taux (Ratio) moyen de rentabilité net sur cinq ans (2015-2019)	RRN
	Moyenne du résultat net de cinq exercices (2015-2019)	RN MOYEN

Source : Auteurs

Par ailleurs, « l'actionnariat salarié » qui constitue notre variable explicative a été mesurée par la littérature de différentes manières. Le tableau N°2 résume les mesures recommandées par les travaux empiriques antérieures.

**Tableau N° 2 : Indicateurs de mesures de l'AS dans les études antérieures**

Auteurs	Indicateurs de mesures de l'actionnariat salarié
(Hammer & Stern, 1980)	- La Part détenue par les salariés actionnaires dans le capital de l'entreprise.
(Klein, 1987) ; (Faley, et al., 2006)	- Le Pourcentage des droits de vote détenus par les actionnaires salariés.
(Chaplinsky & Niehaus, 1994)	- Augmentation de la part détenue par les ESOPs. - La part détenue par les salariés actionnaires dans le capital de l'entreprise.
(Welbourne & Cyr, 1999)	- Pourcentage d'actions détenues par les salariés et les autres dirigeants (variable binaire). - Codification de la nature de l'actionnariat.

Source : (Garfatta, 2010, p.179)

Au regard des études antérieures, on s'aperçoit que l'actionnariat salarié a été mesurée par de nombreux indicateurs. Nous privilégions dans le cadre de ce travail comme indicateur de mesure de l'actionnariat salarié : la variable fréquence d'adoption qui correspond au nombre d'opérations d'actionnariat salarié effectuées par les entreprises composant notre échantillon depuis leur introduction en bourse. Ce choix se justifie par l'absence des données correspondant à la part du capital détenue par les salariés pour l'ensemble des entreprises.

De même, on a extrait à partir des travaux antérieurs, notamment l'étude de (Garfatta, 2010) des indicateurs de contrôles ou variables modératrices susceptibles d'avoir une influence sur la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur financière à savoir l'ancienneté, le capital et le type de gouvernance.

Nous résumons l'ensemble des mesures retenues dans le cadre de ce travail dans le tableau suivant (Tableau N°3):

**Tableau N° 3 : Tableau récapitulatif des variables retenues dans cette étude**

Variables	Indicateurs	Dénomination
Taux (Ratio) moyen de rentabilité net sur cinq ans (2015-2019)	Résultat net moyen de 5 ans / chiffre d'affaire moyen de 5 ans. Ce ratio est utilisé comme indicateur de mesure de la création de valeur financière dans le cadre de notre première méthode d'analyse.	RRN
Moyenne du résultat net de cinq exercices (2015-2019)	La moyenne du résultat net de 5 exercices est un indicateur de mesure de la création de valeur financière dans le cadre de notre deuxième méthode d'analyse.	RN MOYEN
Actionnariat salarié	Mesuré par le nombre d'opérations d'actionnariat salarié effectuées par l'entreprise depuis son introduction en bourse (en chiffre)	FREQUENCE

Ancienneté	C'est la durée d'existence de l'entreprise depuis son introduction en bourse (nombre d'années)	ANCT
Capital	C'est le capital social de l'entreprise au 31/12/2019 en MMAD	CAPITAL
Type de gouvernance	C'est une donnée catégorielle qui distingue si l'entreprise est familiale ou non familiale	TYPGOV

**Source : Auteurs**

### 3.2. Méthodologie des tests empiriques :

Afin de mener à bien notre étude empirique, et tester la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur financière. Nous empruntons la méthodologie de (Ngongang, 2013) qui a utilisé la moyenne des indicateurs financiers pour tester la relation entre l'actionnariat salarié et la création de la valeur dans le contexte camerounais pour les années 2008 et 2009. Nous adoptons à cet égard une approche quantitative basée sur un ensemble de tests d'inférences permettant de répondre à notre hypothèse H1 à l'aide du logiciel SPSS. Pour ce fait, nous structurons notre étude autour de deux méthodes d'analyse :

La première méthode, correspond à une analyse empirique portant sur un Test-t pour échantillon indépendant en vue de comparer la performance financière des entreprises qui pratiquent l'AS au Maroc (33 entreprises). A cet égard nous décomposons les entreprises qui pratiquent l'AS en deux sous-groupes à savoir celles qui ont une fréquence strictement inférieure à 2 et celles qui ont une fréquence supérieure ou égale à deux.

Ce test a pour but d'examiner l'hypothèse selon laquelle les entreprises qui ont une fréquence d'adoption soutenue de l'AS ont une performance financière supérieure à celles qui ont une moindre fréquence d'adoption.

Dans la deuxième méthode, nous envisageons de réaliser un Test-t pour échantillons indépendants comparant, cette fois ci, la performance financière des entreprises qui pratiquent l'actionnariat salarié au Maroc aux entreprises qui ne le pratiquent pas. On retient dans ce cadre un échantillon de 66 entreprises (dont 33 entreprises ne pratiquent pas l'AS).

L'objectif de ce test est d'examiner l'hypothèse selon laquelle les entreprises qui pratiquent l'AS au Maroc ont une performance financière supérieure à celles qui ne le pratiquent pas.

En effet, nous réalisons ces tests d'inférences, tout en respectant les prémisses du test-t pour échantillons indépendants à savoir : le test de normalité de la distribution et le test d'homogénéité des variances.

### **3.3. Analyse descriptive et caractéristiques de notre échantillon :**

Notre étude porte sur un échantillon de 66 entreprises cotées entre 2015-2019, dont 33 entreprises pratiquent l'AS. D'après nos données, la majorité des entreprises qui pratiquent l'AS au Maroc ont choisi d'intéresser leurs salariés lors de l'introduction en bourse, à travers la réservation d'une tranche pour leurs salariés (26 opérations). Les augmentations de capital viennent en 2<sup>ème</sup> position avec 9 opérations. Et seulement 5 offres publiques de vente (OPV) ont permis d'instaurer l'AS.

Par ailleurs, les grands groupes étrangers détenant des filiales au Maroc choisissent d'intéresser leurs salariés marocains à travers les Fonds Communs de Placement d'Entreprise (FCPE) dont nous avons recensé 3 opérations. Enfin, un seul plan d'actionnariat salarié a été prévu dans le cadre des opérations de privatisation.

De surcroît, 78,79% des entreprises qui pratiquent l'AS au Maroc ont réalisé une seule opération d'actionnariat salarié depuis leur introduction en bourse. Tandis que 12,12% ont réalisé deux opérations, et seulement, 9,09% ont implanté plus de 3 opérations.

La majorité des entreprises qui pratiquent l'AS au Maroc sont des entreprises familiales, mentionnant un pourcentage de 54,55% contre 45,45% pour les entreprises non familiales.

Et 28 entreprises ayant diffusé des plans d'AS ont une ancienneté de (1 an à 21 ans), 4 entreprises ont une ancienneté de (38 ans à 50 ans) et une seule entreprise a plus de 70 ans.

Également, 27 entreprises pratiquant l'AS au Maroc ont un capital de (1 à 1500 MMAD), 4 entreprises ont un capital de (1500 à 2500 MMAD) et 2 entreprises ont un capital de (3000 à 5500 MMAD).

### **4. Résultats empiriques et discussion :**

Afin d'analyser la relation qui existe entre l'actionnariat salarié (mesuré par la fréquence d'adoption de l'AS) et la création de valeur financière (mesurée par le taux moyen de la rentabilité nette sur 5ans et le résultat net moyen sur 5 ans) nous procédons par la vérification de la normalité de la distribution de notre échantillon (Tableau N°4):

**Tableau N° 4 ; Tests de normalité de l'échantillon**

Tests de normalité							
	FREQUENCE	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
		Statistique	ddl	Signification	Statistique	ddl	Signification
Capital	1	,233	26	,001	,760	26	,000
	2	,428	4	.	,657	4	,003
	3	,296	3	.	,919	3	,448
Ancienneté	1	,299	26	,000	,687	26	,000
	2	,350	4	.	,830	4	,168
	3	,180	3	.	,999	3	,946
RRN	1	,428	26	,000	,331	26	,056
	2	,170	4	.	,984	4	,928
	3	,312	3	.	,895	3	,371

a. Correction de signification de Lilliefors

**Source : Auteurs, SPSS**

D'après le tableau ci-dessus (Tableau N°4), il existe deux tests pour examiner la normalité de la distribution, à savoir : le test Kolmogorov-Smirnov et le test Shapiro-Wilk. Au regard de la taille de notre échantillon, nous retenons le test Shapiro-Wilk qui s'applique aux échantillons relativement petits. Les résultats affichent une P-value supérieure au seuil de 5% pour nos variables d'intérêt (FREQUENCE / RRN). Donc H0 est crédible et notre distribution suit une loi normale. Nous examinons ensuite, l'homogénéité des variances : Homoscédasticité ou hétéroscédasticité (Tableaux N°5 et N°6) :

**Tableau N° 5 : Homogénéité des variances**

ANOVA à 1 facteur						
		Somme des carrés	Ddl	Moyenne des carrés	F	Signification
Capital	Inter-groupes	701584156973292 9500,000	2	3507920784866 464800,000	2,985	,066
	Intra-groupes	352502320557444 26000,000	30	1175007735191 480830,000		
	Total	422660736254773 60000,000	32			
Ancienneté	Inter-groupes	2623,604	2	1311,802	8,042	,002
	Intra-groupes	4893,365	30	163,112		
	Total	7516,970	32			
RRG	Inter-groupes	,289	2	,144	,225	,800
	Intra-groupes	19,219	30	,641		

Total	19,508	32		
-------	--------	----	--	--

**Source : Auteurs, SPSS**

**Tableau N° 6 : Homogénéité des variances**

Test d'homogénéité des variances				
	Statistique de Levene	ddl1	ddl2	Signification
Capital	10,133	2	30	,000
Ancienneté	3,819	2	30	,033
RRN	,523	2	30	,598

**Source : Auteurs, SPSS**

Selon le Tableau N°5 et N°6 : le test de Levene pour nos variables d'intérêts (FREQUENCE-RRN), on remarque que la P-value > 0.05. Donc on ne rejette pas l'hypothèse nulle (hypothèse d'homoscédasticité). Et on affirme l'homogénéité des variances.

Après avoir validé les deux critères des tests paramétriques, à savoir la normalité de la distribution et l'homogénéité des variances. Nous réalisons un Test-t pour échantillons indépendants, en vue d'apporter une réponse à nos hypothèses. Tout d'abord, nous décomposons notre échantillon en deux sous-groupes indépendants : le premier sous-groupe que l'on appelle groupe 1 correspond aux entreprises ayant une fréquence d'adoption strictement inférieure à deux.

Le deuxième sous-groupe que l'on appelle 2 correspond aux entreprises ayant une fréquence d'adoption supérieure ou égale à deux. Les tableaux suivants donnent les principaux résultats de cette étude (Tableaux N°7 et N°8) :

**Tableau N° 7: Statistiques du Test-t**

Statistiques de groupe					
	FRQ	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard moyenne
RRN	1	26	-,09753009842	,876439232903	,171883875041
	2	7	,12170390400	,080446456043	,030405902364

**Source : Auteurs, SPSS**

Les résultats montrent que la moyenne du ratio de la rentabilité net est de (-0.09) pour le groupe 1 et de (0.1) pour le groupe 2. De même, l'écart type du RRN est de (0.87) pour le groupe 1 et

de (0.08) pour le groupe 2. Donc on voit une grande variabilité dans la distribution du RRN des entreprises du groupe 1. (Tableau N°7)

**Tableau N° 8 : Test de Levene sur l'égalité des Variances**

Test d'échantillons indépendants			
		Test de Levene sur l'égalité des variances	
		F	Sig.
RRN	Hypothèse de variances égales	,932	,342
	Hypothèse de variances inégales		

**Source : Auteurs, SPSS**

Le tableau ci-dessus (Tableau N°8), présente le test d'égalité de variances. Le test de Levene compare la variance des deux groupes. On remarque que le test de Levene est supérieur à la P-value :  $0.342 > 0.05$  (seuil de signification = 5%). Donc on ne rejette pas l'hypothèse nulle d'égalité des variances. On doit conclure que la variance des entreprises appartenant au groupe 1 est égale à la variance des entreprises appartenant au groupe 2.

**Tableau N° 9 : Test-t pour égalité des moyennes**

Test-t pour égalité des moyennes						
t	ddl	Sig. (bilatérale)	Différence moyenne	Différence écart-type	Intervalle de confiance 95% de la différence	
					Inférieure	Supérieure
-,653	31	,518	-,219234002423	,335483273606	-,903456649983	,464988645136
-1,256	26,481	,220	-,219234002423	,174552529049	-,577714890447	,139246885601

**Source : Auteurs, SPSS**

Le tableau du Test-t pour égalité des moyennes (Tableau N°9) nous montre que la p-value 0.220 est supérieure à 0.05 (seuil de significativité = 5%). Donc on ne peut pas rejeter l'hypothèse nulle d'égalité des moyennes du RRN des deux groupes. Il est vraisemblable

qu'au seuil de 5%, les entreprises appartenant au groupe 1 et au groupe 2 ont le même ratio de la rentabilité net.

**Résultats du test t pour échantillons indépendants :** (comparaison de la performance financière des entreprises qui pratiquent l'actionnariat salarié et les entreprises qui ne la pratiquent pas)

Nous exposons dans ce qui suit les résultats du Test-t pour échantillons indépendants comparant la création de valeur financière des entreprises qui pratiquent l'actionnariat salarié au Maroc et celles qui ne le pratiquent pas. Nous retenons à cet égard 66 entreprises pour respecter la parité de l'échantillon (Poulain-Rehm, 2006).

**Tableau N° 10 : Statistiques du Test-t**

Statistiques de groupe					
	FRQ	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard moyenne
RN MOYEN EN MMAD	1	33	582,7998	1328,34079	231,23445
	0	33	198,1073	365,22448	63,57742

**Source : Auteurs, SPSS**

Le tableau ci-dessus (Tableau N°10), nous donne pour chaque groupe, la taille de l'échantillon. L'échantillon 1 correspond aux entreprises ayant réalisé et médiatisé au moins une seule opération d'AS et l'échantillon 0 correspond aux entreprises qui n'ont jamais pratiqué l'AS. La moyenne du résultat net est de (582.79 MMAD) pour le groupe 1 et de (198.10 MMAD) pour le groupe 0. De même, l'écart type du RN est de (1328.30 MMAD) pour le groupe 1 et de (365.22 MMAD) pour le groupe 0. Donc on voit une grande variabilité dans la distribution du RN en faveur des entreprises qui instaurent l'actionnariat salarié.

**Tableau N° 11: Tests de Levene sur l'égalité des variances**

		Test de Levene sur l'égalité des variances	
		F	Sig.
RN MOYEN ENMMAD	Hypothèse de variances égales	8,583	,005
	Hypothèse de variances inégales		

**Source : Auteurs, SPSS**

D'après le Tableau N°11, on remarque que la P-value du test de Levene est inférieure à 5% (seuil de signification). On rejette l'hypothèse nulle d'égalité des variances. On doit conclure que la variance des entreprises qui instaurent l'AS, n'est pas égale à la variance des entreprises qui ne l'instaurent pas.

**Tableau N° 12 : Test-t pour égalité des moyennes**

Test d'échantillons indépendants						
Test-t pour égalité des moyennes						
t	Ddl	Sig. (bilatérale)	Différence moyenne	Différence écart-type	Intervalle de confiance 95% de la différence	
					Inférieure	Supérieure
1,604	64	,114	384,69253	239,81547	-94,39395	863,77901
1,604	36,811	,117	384,69253	239,81547	-101,30414	870,68920

**Source : Auteurs, SPSS**

Selon le Tableau N°12, on constate que la P value du Test-t est supérieure au seuil de signification de 5%. ( $0.117 > 0.05$ ). On ne peut pas donc rejeter l'hypothèse nulle d'égalité des moyennes du résultat net des deux groupes. Donc on peut affirmer qu'au seuil de 5%, il est vraisemblable que les entreprises qui pratiquent l'AS et les entreprises qui ne la pratiquent pas ont le même RN. On peut conclure que les résultats du Test-t pour échantillons indépendants ne permettent pas de corroborer l'hypothèse H1, ni l'hypothèse H2.

Nos résultats montrent que l'actionnariat salarié n'induit pas d'effet sur la création de valeur financière des entreprises cela conforte les travaux du pan de la littérature qui soutient l'absence d'impact de l'AS sur la performance.

## Conclusion

Dans le cadre de cette étude, on s'est fixé pour objectif de vérifier, empiriquement, la nature de la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur financière des entreprises marocaines. Dans un premier volet, nous avons testé l'hypothèse selon laquelle les entreprises qui ont une fréquence d'adoption soutenue de l'AS ont une performance financière supérieure aux autres entreprises qui composent notre échantillon. Et dans un second volet, nous avons examiné l'hypothèse selon laquelle les entreprises qui pratiquent l'AS au Maroc ont une performance financière supérieure à celles qui ne la pratiquent pas.

Les résultats du Test-t pour échantillons indépendants ne permettent pas de corroborer l'hypothèse H1. En effet, les tests d'inférences réalisés révèlent qu'une fréquence d'adoption

soutenue de l'actionnariat salarié ne se traduit pas par une création de valeur supérieure. De même, les entreprises qui pratiquent l'actionnariat salarié et celles qui ne la pratiquent ont en moyenne le même résultat net.

Ces résultats confirment les études de (Borstadt & Zwirlein, 1995) qui estiment que l'actionnariat salarié n'a aucun effet sur la performance de l'entreprise. De même nos résultats confortent les travaux de Trébucq, (2002) qui montrent que l'actionnariat salarié n'a pas d'influence sur la valeur actionnariale. Également, (Poulain-Rehm, 2006) a souligné dans une étude réalisée dans le contexte français portant sur un échantillon de 131 entreprises cotées, que l'actionnariat salarié n'affecte pas la valeur actionnariale et partenariale.

Néanmoins, nous pensons que la non significativité des résultats empiriques est due à la variable de mesure de l'actionnariat salarié adoptée dans la cadre de notre étude à savoir la « Fréquence » qui ne reflète pas vraiment la part que détiennent les salariés dans le capital.

La principale contribution théorique de notre étude réside dans l'enrichissement du cadre scientifique de l'épargne salariale au Maroc. En effet, le sujet sur lequel portait notre recherche est un levier crucial pour le développement de l'économie marocaine et demeure malheureusement très peu investi par les chercheurs marocains. Cette étude nous a permis d'instituer un cadre pour l'actionnariat salarié au Maroc à travers la conception d'une base de données qui englobe l'ensemble des sociétés ayant réalisé des opérations d'actionnariat salarié au Maroc.

Pareillement, notre étude comporte un grand intérêt managérial. En effet, les entreprises marocaines sont appelées à s'inscrire dans l'élan mondial en adoptant de plus en plus l'AS car la pratique demeure méconnue et minoritaire au Maroc. En effet, seulement 7 entreprises des 33 qui pratiquent l'AS au Maroc ont renouvelé l'opération plus de deux fois. Tandis que 78,8 % des entreprises qui pratiquent l'AS l'ont fait une seule fois. Les chiffres d'adoption de l'actionnariat salarié au Maroc ne sont pas suffisants et ne permettent pas d'analyser l'impact empirique de la participation sur la valeur financière des entreprises. Un effort considérable doit être déployé, conjointement, par les académiques, les politiques et les prescripteurs professionnels afin d'inciter le patronat à partager le capital avec les salariés et jouir des retombées salutaires de ce mécanisme largement reconnu à l'international.

En dépit des apports susmentionnés, notre recherche n'est pas exempte de limites. La principale limite correspond à la rareté et l'indisponibilité des données se rapportant à l'AS au Maroc. L'indisponibilité de la variable « part du capital détenue par les salariés », nous a

amené à utiliser la variable « Fréquence d'adoption » comme indicateur de mesure de notre variable d'intérêt « l'Actionnariat salarié ».

Nous invitons les futures recherches à étudier la thématique de l'AS sous différentes facettes empiriques. En effet, notre travail peut être complété par la réalisation d'entretiens auprès des managers et prescripteurs professionnels, pour analyser en profondeur la particularité de l'actionnariat salarié au Maroc.

De même, Il aurait été judicieux d'utiliser la variable « pourcentage du capital détenu par les salariés » comme variable dépendante afin d'analyser l'impact de manière plus précise. Également, la littérature montre que l'adoption de la variable « pourcentage des droits de vote détenu par les salariés » est plus satisfaisante car c'est une mesure qui traduit, le mieux, la participation effective des salariés actionnaires aux droits de vote. Et selon plusieurs études empiriques, les effets escomptés de l'AS ne sont pas automatiques et dépendent de la présence des variables médiatrices dont la présence politique aux instances de décisions (Elouadi, 2020), nous invitons, vivement, les chercheurs à consacrer de l'importance à ces variables incitatives.

## ANNEXES

### Annexes N° 1 : Listing des entreprises pratiquant l'AS au Maroc (2020)

<b>Libelle</b>
AFMA
ATLANTA
UNIMER
ATTIJARIWafa BANK
BANK OF AFRIKA
BCP
BMCI
CDM
COLORADO
JET CONTRACTORS
LABEL VIE
STOKVIS NORD AFRIQUE
NEXANS MAROC
SOTHEMA
DELATTRE LEVIVIER MAROC
STROC
RISMA
DISWAY
HPS
IB MAROC, COM
INVOLYS
M2M
S2M MONETIQUE
MANAGEM
ALLIANCES
DOUJA PROMOTION ADDOHA
RES DAR SAADA
TOTAL MAROC
LYDEC
MARSA MAROC
SALAFIN
MAROC TELECOM
TIMAR

**Source : Auteurs**

## BIBLIOGRAPHIE

Alimi, O., & Victor, T. (2019). L'actionnariat Salarié Et La Création De Valeur Partenariale Dans Les Entreprises Au Cameroun. *European Scientific Journal, ESJ*, 15(34), 250.

Azzouzi, B., & Haoudi, A. (2020). Actionnariat familial et performance financière: le cas Marocain. *Revue Du contrôle, De La Comptabilité Et De l'audit*, 4(2).

Basterretxea, I., & Storey, J. (2018). Do employee-owned firms produce more positive employee behavioural outcomes? If not why not? A British-Spanish comparative analysis. *British Journal of Industrial Relations*, 56(2), 292-319.

Bloom S. (1986), *Employee Ownership and Firm Performance*, Cambridge: Mass, Harvard University Press.

Borstadt L., Zwirlein T., "ESOPs in Publicly Held Companies: Evidence on Productivity and Firm Performance", *Journal of Financial and Strategic Decision Making*, vol. 8, n° 1, 1995, p. 1-13.

Caby, J., & Hirigoyen, G. (2001). La création de valeur actionnariale.

Chaplinsky S. et Niehaus G. (1994), The Role of ESOPs in Takeover Contests, *Journal of Finance*, vol. XLIX, n°4, September, pp. 1451-1470.

Conte, M., & Tannenbaum, A. S. (1978). Employee-owned companies: Is the difference measurable. *Monthly Lab. Rev.*, 101, 23.

Desbrières Ph. (1997a), Le rôle de l'actionnariat des salariés non-dirigeants dans le système de gouvernement de l'entreprise, in *Le Gouvernement des Entreprises Charreaux G. (Ed.)*, coll. Recherche en Gestion, Economica.

Desbrières Ph. (2002), Les Actionnaires – Salariés, *Revue Française De Gestion*, N°.141.

Dondi, J. (1992). Contribution à la connaissance de l'actionnariat des salariés dans les entreprises françaises (Doctoral dissertation, Bordeaux 1).

Elouadi, S. (2015). Les effets attitudeux de l'actionnariat salarié : une étude empirique dans le contexte des entreprises françaises du SBF 250. *Question (s) de management*, (3), 11-24.

Elouadi, S., Noamene, T. B., & Chaher, D. (2016). Employee Ownership And Employee-Shareholders Satisfaction: An Analysis Of French Companies Listed On The SBF 250. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 32(3), 981-994.

Elouadi, S. (2020). L'influence des variables incitatives sur la satisfaction des actionnaires salariés : une modélisation par équations structurelles. *Question(s) de management*, 2(2), 35-49. <https://doi.org/10.3917/qdm.202.0035>

Faleye O., Mehrotra V., Morck R. (2006), "When Labor Has a Voice in Corporate Governance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 41, n° 3, p. 489-510.

FitzRoy, F. R., & Kraft, K. (1987). Cooperation, productivity, and profit sharing. *The Quarterly Journal of Economics*, 102(1), 23-35.

Garfatta, R. (2010), Actionnariat salarié et création de valeur dans le cadre d'une gouvernance actionnariale et partenariale : application au contexte française.

Hammer T.H. et Stern R.N. (1980), Employee Ownership: implications for the organisational distribution of power, *The Academy of Management Journal*, vol.23, n°1, mars, p.78-100.

Hollandts, X. & Guedri, Z. (2008). Les salariés capitalistes et la performance de l'entreprise. *Revue française de gestion*, 183(3), 35-50.

Hansmann H. (1996), *The ownership of enterprise*, Harvard University Press: Cambridge, MA.

Jensen M.C. Et Meckling W.H. (1976), Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 10, Pp. 305-360

Jones, D. C., & Kato, T. (1993). The scope, nature, and effects of employee stock ownership plans in Japan. *ILR Review*, 46(2), 352-367.

Klein K. (1987), Employee Stock Ownership and Employee Attitudes: A Test of Three Models, *Journal of Applied Psychology*, Vol.72, pp.319-332

Kumbhakar, S. C., & Dunbar, A. E. (1993). The elusive ESOP—Productivity link: Evidence from US firm-level data. *Journal of Public Economics*, 52(2), 273-283.

Lawler. E. E. (1977). Job and work satisfaction. In W. C. Hamner & F. L. Schmidt (Eds.), *Contemporary problems in personnel*. Chicago: St. Clair Press.

Livingston, D. and Henry, J. (1980) The effects of employee stock ownership on corporate profits, *Journal of Risk and Insurance*, 47:491–505.

Long R. J. (1978), The Relative Effects of Share Ownership Versus Control on Job Attitudes in An Employee-Owned Company, *Human Relations*.

Long R. J. (1980), Job Attitudes and Organizational Performance under Employee Ownership, *The Academy of Management Journal*, Vol.23, Issue 4

Ngongang, D. (2013). Actionnariat salarié comme levier de création de valeur ajoutée et de productivité dans les entreprises camerounaises. *La Revue Gestion et Organisation*, 5(1), 1-8.

Park S. et Song M.H. (1995), Employee Stock Ownership Plans, Firm Performance and Monitoring by Outside Blockholders, *Financial Management*, Vol.24, No.4, pp.52-65

Poulain-Rehm, T. (2006), L'actionnariat des salariés en France, un facteur de création de valeur ? Note de recherche, [www.iae.Univpoitiers.Fr/affi2006/coms/130.pdf](http://www.iae.Univpoitiers.Fr/affi2006/coms/130.pdf).

Rotondi, T. (1975). Organizational identification: Issues and implications. *Organizational Performance and Human Behavior*, 13: 95–109.

Trébuçq S. (2002), L'actionnariat salarié dans les entreprises familiales du SBF 250 : un outil de création de valeur *Revue Finance, Contrôle, Stratégie*, vol. 5, n°4, pp. 107-135.

Vaughan-Whitehead, D., Barre, R., Communautés européennes. Commission, & Barre, R. (1992). Intéressement, participation, actionnariat: impacts économiques dans l'entreprise. *Economica*.

Wagner, I., & Rosen, C. (1985). Employee ownership: Its effects on corporate performance. *Employee Relations Today*, 12(1), 77-82.

Weitzman, M., & Kruse, D. (1990). Profit sharing and productivity. 1990, 95-142.

Welbourne T. et Cyr L. (1999), Using ownership as an incentive, *Group and Organization Management*, vol.24, n°4, pp 438-460.

Whyte, W. F. (1978). In support of voluntary employee ownership. *Society*, 15(6), 73-82.