

Structure de propriété et performance des entreprises marocaines cotées en bourse de casablanca

Ownership structure and performance of Moroccan companies listed on the Casablanca Stock Exchange.

MOHAMED ZOUITINA

Doctorant en sciences de gestion
Faculté des sciences juridiques et économique AGDAL
Université MOHAMED 5 RABAT
Laboratoire de recherche LAREFAG- FSJES AGDAL
Mohamedzouitina@gmail.com

MOHAMED YASSINE EL HADDAD

Enseignant chercheur
Faculté des sciences juridiques et économique AGDAL
Université MOHAMED 5 RABAT
Laboratoire de recherche LAREFAG- FSJES AGDAL
yassine.elhaddad@hotmail.fr

LACHHAB MOHAMMED

Docteur en sciences de gestion
Faculté des sciences juridiques et économique AGDAL
Université MOHAMED 5 RABAT
Laboratoire de recherche LAREFAG- FSJES AGDAL
achhabmohamed1987@gmail.com

Date de soumission : 17/06/2023

Date d'acceptation : 30/09/2023

Pour citer cet article :

ZOUITINA M. et al. (2019) «**Structure de propriété et performance des entreprises marocaines cotées en bourse de casablanca**», Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit « Volume 7 : numéro 3 » pp : 210 - 231

Résumé

Notre étude cherche à approfondir la compréhension du lien entre la structure de propriété et la performance comptable des entreprises au Maroc. Théoriquement, cette analyse confronte les perspectives d'alignement et d'enracinement des dirigeants. L'échantillon, composé de 50 sociétés sur la période 2016-2020. Les résultats indiquent qu'il n'y a pas de lien significatif entre la part détenue par l'actionnaire principal et la performance, étendant ainsi la discussion au-delà des attentes. Cette tendance persiste même lorsque l'actionnaire principal est de nature familiale, ajoutant une nuance intéressante à la littérature existante.

L'analyse de la relation entre la nature de l'actionnariat et la performance révèle un effet positif significatif des actionnaires managériaux sur la performance comptable, mettant en évidence leur influence constructive lorsque leur détention atteint un seuil critique. En revanche, les actionnaires institutionnels ne montrent aucune influence significative sur les deux types de rentabilité comptable, ouvrant des pistes de réflexion sur le rôle spécifique de ces acteurs dans le contexte marocain. Cette investigation enrichit considérablement la compréhension des interactions entre la structure de propriété et la performance comptable dans le contexte particulier des entreprises marocaines cotées.

Mots-clés : Théorie de l'agence ; gouvernance d'entreprise ; l'actionnariat ; performance financière ; les actionnaires institutionnels

Abstract

Our research aims to deepen the understanding of the relationship between ownership structure and financial performance of Moroccan companies. Theoretically, this analysis confronts the alignment and entrenchment perspectives of executives. The sample, consisting of 50 companies over the period 2016-2020. The results reveal a lack of a significant relationship between the stake held by the major shareholder and performance, thus extending the discussion beyond expectations. This trend persists even when the major shareholder is of a familial nature, adding an interesting nuance to the existing literature.

The exploration of the link between the nature of ownership and performance unveils a significant positive impact of managerial shareholders on financial performance, emphasizing their constructive influence when their ownership reaches a critical threshold. In contrast, institutional shareholders show no significant influence on both types of financial returns, opening avenues for reflection on their specific role in the Moroccan context. This study thus adds essential nuances to understanding the dynamics between ownership structure and financial performance in the specific context of listed Moroccan companies.

Keywords : Agency theory; corporate governance; shareholding; financial performance; Institutional Shareholders

Introduction

La structure de propriété est reconnue comme l'un des mécanismes de gouvernance les plus importants, visant à résoudre les problèmes de divergence d'intérêts et à minimiser les coûts d'agence liés aux conflits. Cette question suscite l'interrogation de nombreux chercheurs quant à l'existence d'une structure de propriété optimale pour atteindre une performance souhaitée. En d'autres termes, dans quelle mesure la configuration de la propriété influe-t-elle sur la performance des entreprises ?

Cette recherche a pour objectif d'examiner empiriquement la relation entre la structure de propriété et la performance comptable des entreprises marocaines cotées. Les analyses théoriques et empiriques menées jusqu'à présent ont abouti à des conclusions convergentes, bien que la diversité des caractéristiques de l'actionnariat et des contextes étudiés puisse influencer ces résultats. Dans le cadre de notre étude, nous nous pencherons sur des caractéristiques spécifiques telles que la concentration du capital, la propriété managériale et la présence d'investisseurs institutionnels. L'approfondissement du contexte marocain, peu étudié jusqu'à présent, s'est révélé très intéressant en raison des particularités de l'actionnariat des sociétés cotées en bourse, caractérisé par une concentration élevée et la forte présence de familles et d'investisseurs institutionnels.

En scrutant la corrélation entre la concentration du capital et la performance comptable, plusieurs études ont révélé l'influence positive de la présence d'actionnaires majoritaires (Hill et Snell, 1988; Kaplan et Minton, 1994; Morck, Nakamura et Shivdasani, 2000; Leech et Leahy, 1991; Mudambi et Nicosia, 1983; Gorton et Schmid, 2000; Lehmann et Weigand, 2004). Cependant, d'autres recherches ont conclu à l'absence de lien entre la concentration du capital et la performance (Demsetz et Lehn, 1985; Gadhoun et Zeghal, 2000).

Par ailleurs, lors de l'analyse de la relation entre la propriété managériale et la performance comptable, certaines études ont mis en évidence une linéarité dans cette relation (Holderness, Kroszner et Sheehan, 1990; Barnhart et Rosenstein, 1998). En revanche, d'autres travaux ont avancé des résultats contradictoires, suggérant une relation non linéaire (Morck, Shleifer et Vishny, 1988; McConnell et Servaes, 1990).

La thèse prédominante dans la littérature anglo-saxonne suggère l'inexistence d'un lien statistique significatif entre la structure de propriété et la performance financière. Quand une

telle relation est évoquée, elle semble souvent suivre une trajectoire non linéaire. Cependant, l'application de ces résultats en dehors du contexte et des conditions d'émergence soulève des questions sur la légitimité de leur transfert et, par conséquent, de leur généralisation. Dans cette perspective, notre étude vise à explorer l'impact de la structure de propriété sur la performance financière dans le contexte spécifique des entreprises marocaines. Ce contexte se distingue par un marché financier en développement et une structure de propriété souvent concentrée autour du fondateur de l'entreprise ou des membres de sa famille.

Bien que, dans de nombreux cas au Maroc, le propriétaire et le gestionnaire soient la même personne, le conflit d'agence persiste, impliquant le propriétaire/gestionnaire d'un côté et l'État (administration fiscale et parafiscale) et le système bancaire de l'autre.

Ainsi, cette étude élabore deux hypothèses distinctes. La première suppose qu'il n'existe aucune relation entre la concentration du capital et la performance financière, adoptant ainsi l'hypothèse de la neutralité. La deuxième hypothèse se concentre sur une relation non linéaire entre la propriété managériale et la performance financière, anticipant une corrélation de forme cubique. Pour être plus précis, cette recherche s'efforce de répondre à la question fondamentale suivante : la structure de propriété a-t-elle un impact sur la performance financière des entreprises marocaines ?

La méthodologie que nous avons adoptée dans notre étude vise à obtenir des résultats à la fois statistiquement significatifs et théoriquement cohérents en utilisant l'échantillon sélectionné d'entreprises marocaines. L'objectif ultime est de généraliser ces résultats à l'ensemble des entreprises marocaines, y compris les grandes entreprises non cotées. Notre approche repose sur l'observation de caractéristiques spécifiques sur un ou plusieurs individus au sein d'une classe, puis sur la démonstration de la possibilité de généraliser ces caractéristiques à l'ensemble de la classe en question. Cette démarche, connue sous le nom de méthode hypothético-déductive, est fréquemment utilisée en sciences sociales et repose fortement sur les techniques d'inférence statistique, notamment les tests permettant d'évaluer le risque d'erreur et l'étendue des généralisations et extrapolations. À partir d'une ou plusieurs hypothèses, nous appliquons un raisonnement déductif similaire à celui de l'économétrie, basé sur des hypothèses et des théorèmes généraux pour démontrer des relations entre des variables spécifiques dans un contexte particulier.

L'article est structuré en trois parties :

Dans la première étape de notre analyse, nous approfondissons la revue de littérature qui établit un lien crucial entre la performance d'une entreprise et la composition de son conseil d'administration. Cette phase revêt une importance particulière, car elle permet d'explorer les diverses recherches et théories existantes sur la manière dont la structure et les caractéristiques du conseil d'administration peuvent influencer les résultats financiers et opérationnels d'une entreprise. En examinant de près ces travaux antérieurs, nous cherchons à éclairer les facteurs spécifiques au sein du conseil d'administration qui peuvent contribuer à l'amélioration ou à la détérioration des performances des entreprises. Cette revue de littérature constitue le fondement théorique de notre étude empirique, nous guidant dans la compréhension des dynamiques complexes entre la gouvernance d'entreprise et les résultats organisationnels.

Ensuite, nous présentons l'échantillon que nous avons sélectionné ainsi que les aspects méthodologiques qui sous-tendent notre approche de recherche. Cette étape vise à fournir une vue d'ensemble détaillée de la méthodologie que nous avons adoptée pour mener notre étude empirique. Nous décrivons les critères de sélection de l'échantillon, les variables que nous avons mesurées, et les techniques analytiques que nous avons employées pour évaluer le lien entre la structure de propriété et la performance des entreprises.

Enfin, nous présentons les résultats issus de notre étude empirique ainsi que les conclusions qui en découlent. Cette phase cruciale résume les principales découvertes résultant de l'analyse des données, offrant une perspective claire sur la manière dont la composition du conseil d'administration influence la performance des entreprises examinées. Nous interprétons ces résultats à la lumière de la revue de littérature initiale, mettant en évidence des implications significatives pour la gouvernance d'entreprise. Ces conclusions fournissent des éclairages essentiels pour les praticiens, les chercheurs et les décideurs, jetant ainsi les bases d'une compréhension approfondie des dynamiques complexes entre la structure du conseil d'administration et les performances organisationnelles.

1. Revue de littérature

Dans cette section, nous présentons une revue de littérature consacrée à l'analyse de la relation entre la performance financière des entreprises et la structure de propriété. Cette relation a fait l'objet d'études approfondies à la fois sur le plan théorique et empirique dans le domaine de la

finance. Alors que les premières études empiriques ont principalement émergé des contextes américains, des investigations plus récentes ont étendu leur champ d'analyse à d'autres pays et régions tels que l'Asie, l'Europe et l'Australie. L'objectif de cet examen de la littérature est de synthétiser les différentes perspectives théoriques et les résultats empiriques obtenus, offrant ainsi une vision complète de la manière dont la structure de propriété peut influencer la performance financière des entreprises à l'échelle mondiale.

1.1. Concentration de l'actionnariat et performance financière

La théorie de l'agence et la théorie de l'enracinement offrent des perspectives théoriques pour examiner la relation entre la concentration de l'actionnariat et la performance des entreprises. Selon Berle et Means (1933), les entreprises avec une dispersion du capital actionnarial sont sujettes à un déficit de contrôle, impactant potentiellement négativement leur performance financière. À l'inverse, la concentration du capital entre un nombre restreint d'actionnaires est perçue comme un moyen d'exercer un contrôle plus efficace sur les dirigeants de l'entreprise (Beneish, 1997). Shleifer et Vishny (1986) ont élaboré un modèle théorique suggérant qu'un actionnaire de contrôle peut améliorer la performance de l'entreprise. Ces théories aident à éclairer les mécanismes sous-jacents de la relation entre la structure de propriété et la performance financière.

Cependant, il est important de noter que la concentration de l'actionnariat peut également donner lieu à des divergences d'intérêts, en particulier entre les actionnaires majoritaires et minoritaires, entraînant un conflit d'agence de type II. Les actionnaires majoritaires, notamment s'ils occupent des postes de direction, peuvent être accusés de favoriser leurs propres intérêts au détriment des actionnaires minoritaires. Ce phénomène peut conduire à un enracinement de l'actionnaire de contrôle, ayant des implications potentiellement négatives sur la performance globale de l'entreprise (Demsetz, 1983).

Les résultats des études empiriques sur la relation entre la concentration de l'actionnariat et la performance des entreprises varient, ce qui souligne la complexité de cette relation. Certains résultats indiquent une absence de relation, d'autres une relation positive, et d'autres encore suggèrent une relation négative. Ces divergences mettent en lumière les multiples facettes de la relation entre la concentration de l'actionnariat et la performance financière des entreprises.

La concentration de l'actionnariat engendre inévitablement des divergences d'intérêts et des conflits entre les actionnaires majoritaires et minoritaires, illustrant ainsi un conflit d'agence de type II. Les actionnaires majoritaires, particulièrement ceux occupant des postes de direction, sont souvent critiqués pour favoriser leurs intérêts personnels au détriment des actionnaires minoritaires. Dans ce contexte, la concentration de l'actionnariat peut donner lieu à un phénomène d'enracinement de l'actionnaire de contrôle, susceptible de compromettre la performance globale de l'entreprise (Demsetz, 1983).

Diverses études empiriques ont été conduites pour évaluer la relation entre la concentration de l'actionnariat et la performance des entreprises. Cependant, les résultats de ces études présentent des divergences, ne convergent pas vers un consensus clair. Certains concluent à l'absence de relation significative, tandis que d'autres révèlent une relation positive ou négative, soulignant ainsi la complexité de cette dynamique et la nécessité d'approches nuancées pour comprendre son impact sur la performance des entreprises.

Les premières recherches, principalement menées aux États-Unis, suggèrent qu'il n'existe pas de lien significatif entre la concentration du capital et la performance de l'entreprise (Demsetz et Lehn, 1985; Himmelberg et al., 1999; Demsetz et Villalonga, 2001). Des études menées en France par Charreaux (1991), Mtanios et Paquerot (1999), ainsi que par Sahut et Gharbi (2010), et en Australie par Welch (2003), indiquent également une absence de relation. Ces conclusions rejoignent les résultats des travaux de Chebri M. et Bahoussa A. (2020), qui, après un examen approfondi des recherches empiriques traitant de cette relation, ont constaté un manque de cohérence dans les résultats. Ces constatations soulignent la complexité de la dynamique entre la concentration du capital et la performance de l'entreprise, avec des variations importantes en fonction du contexte et des conditions spécifiques.

Certains auteurs ont observé une relation positive entre la concentration du capital et la performance. Claessens et al. (2002) ont constaté ce lien en Asie, mais ont également observé un effet d'enracinement associé à une détention de droits de vote plus élevée qu'une détention de capital. Boubakri et al. (2005) ont observé une relation positive dans un échantillon international et ont noté que l'effet positif est plus marqué lorsque la protection des actionnaires minoritaires est plus faible. En Espagne, Alonso-Bonis et Andrés-Alonso (2007) ont noté un lien positif entre la concentration de l'actionnariat et la performance, surtout lorsque le contrôle est majoritaire.

En revanche, les travaux de Kirchmaier et Grant (2005) ainsi que Thomsen, Pedersen et Kvist (2006) ont mis en évidence une relation négative entre la concentration de l'actionnariat et la performance, dans le contexte européen. Thomsen et al. (2006) ont constaté que ce phénomène est particulièrement vrai lorsque le premier actionnaire détient plus de 10% du capital. Ces résultats soulignent la diversité des conclusions en fonction des contextes géographiques et des spécificités de la régulation.

D'autres recherches ont mis en lumière des relations non linéaires et/ou complexes entre la concentration du capital et la performance des entreprises. Par exemple, Thomsen et Pedersen (2000) ont constaté 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), en France, sur un échantillon principalement composé de PME industrielles (chimie, textile et informatique), ont observé que le lien entre concentration et performance n'était pas linéaire et variait en fonction du niveau de concentration et du secteur d'activité. Les auteurs ont divisé l'échantillon en trois selon le niveau de capital détenu par l'actionnaire principal (<25%, 25% <50%, >50%). Dans le secteur chimique, le lien entre concentration et performance était positif, mais il diminuait avec la concentration, suggérant un effet d'enracinement. Dans le secteur informatique, une faible concentration de l'actionnariat était associée à une moindre performance. Ces résultats mettent en évidence la diversité des relations entre la concentration du capital et la performance, soulignant l'importance de considérer des facteurs contextuels et sectoriels.

En conclusion, plusieurs facteurs, tels que les variables de concentration et de performance choisies, le contexte institutionnel et le secteur d'activité, contribuent à la diversité des résultats dans les études antérieures. Ainsi, la relation entre la concentration du capital et la performance apparaît complexe, conduisant à des conclusions non convergentes. Le contexte français, marqué par une protection limitée des actionnaires minoritaires et une concentration significative de l'actionnariat, suggère deux effets contradictoires sur cette relation. D'une part, le faible niveau de protection des actionnaires minoritaires pourrait renforcer le lien positif entre la concentration et la performance, comme indiqué par les résultats de Boubakri et al. (2005). D'autre part, la concentration élevée observée en France pourrait entraîner des effets d'enracinement, similaires à ceux observés par Thomsen et al. (2006) ou Boubaker (2007). De plus, des recherches ont signalé un lien non linéaire, un aspect que nous avons également pris

en compte dans notre analyse. Ainsi, nous formulons l'hypothèse d'une relation non linéaire entre la concentration du capital et la performance financière dans le contexte marocain :

H1 : la performance financière serait associée positivement à la concentration de l'actionnariat jusqu'à un certain niveau de concentration (effet d'alignement), puis négativement au-delà de ce niveau (effet d'enracinement).

Nous testerons le lien entre concentration de l'actionnariat et performance financière à l'aide d'un modèle linéaire dans un premier temps, puis à partir d'un modèle non linéaire.

1.2. L'actionnariat des dirigeants et des salariés

La théorie de l'alignement suggère que les actionnaires dirigeants ou salariés sont intrinsèquement motivés à maximiser la valeur de l'entreprise, alignant ainsi leurs intérêts sur ceux des actionnaires. Cependant, à mesure que la part détenue par les dirigeants augmente, cela peut conduire à une influence sur la gouvernance de l'entreprise, favorisant leurs intérêts personnels. Cette influence peut se traduire par des bénéfices privés, tels qu'une rémunération excessive ou des avantages en nature. De plus, les dirigeants peuvent adopter une stratégie d'enracinement en affaiblissant les mécanismes de gouvernance tels que le conseil d'administration, le marché du travail des dirigeants ou le marché des prises de contrôle, comme proposé par Mork, Shleifer et Vishny (1988). Cette stratégie d'enracinement vise à maintenir le pouvoir et le contrôle sur l'entreprise.

Plusieurs études ont identifié une relation non linéaire entre la propriété détenue par les dirigeants et les salariés et la performance de l'entreprise. Initialement, cette relation serait positive, mais au-delà d'un certain niveau de détention du capital par les dirigeants, elle devient négative. Cette dynamique a été observée par des chercheurs tels que Han et Suk (1998), McConnell et Servaes (1990) aux États-Unis, ainsi que Craswell et al. (1997) en Australie et Hu et Zhou (2008) en Chine. Des relations similaires, bien que plus complexes, ont été constatées par Morck et al. (1988) et Hermalin et Weisbach (1991). Dans le contexte espagnol, Alonso-Bonis et Andrés-Alonso (2007) ont observé une association positive entre l'actionnariat des administrateurs et la performance, suggérant qu'il contribue à un meilleur contrôle de la firme.

Cependant, les études prenant en compte l'endogénéité de la relation ont donné des résultats plus nuancés, comme le démontrent les travaux de Himmelberg et al. (1999), Demsetz et

Villalonga (2001) aux États-Unis, Welch (2003) en Australie et Al Farooque et al. (2007) au Bangladesh. De plus, les résultats varient en fonction de la mesure de la performance utilisée (Q de Tobin ou ROA).

En résumé, les résultats des études empiriques convergent généralement vers une corrélation positive entre la performance financière et la détention d'actions par les dirigeants (ou les salariés) jusqu'à des niveaux limités de cette détention. Cependant, au-delà d'un certain seuil d'actionnariat des dirigeants (ou des salariés), l'association avec la performance financière semble être absente, voire négative. Cette constatation nous amène à formuler l'hypothèse suivante :

H2 : la performance financière serait positivement associée à l'actionnariat des dirigeants et des salariés jusqu'à un certain niveau de détention, puis négativement au-delà de ce seuil.

1.3. L'actionnariat financier et les investisseurs institutionnels

Au fil des années, la prise de participation croissante des investisseurs financiers et institutionnels dans le capital des sociétés cotées a été notable. Cependant, l'influence de ces actionnaires sur la performance des entreprises ne se manifeste pas immédiatement. Bien que reconnus pour leur compétence en tant qu'investisseurs (Bushee, 1998), leur implication dans la gouvernance d'entreprise dépend étroitement de leur participation au capital et de la durée de leur investissement.

Lorsqu'ils détiennent une part significative du capital, les actionnaires financiers et institutionnels peuvent jouer un rôle de contrôle délégué (Diamond, 1984) en faveur des autres actionnaires. En revanche, ils sont souvent critiqués pour exercer une pression sur les dirigeants et privilégier un horizon à court terme (Porter, 1992). Cette dynamique peut inciter les dirigeants à prendre des décisions sous-optimales en termes de création de valeur à long terme.

Plusieurs études se sont penchées sur le rôle des investisseurs institutionnels dans la performance des entreprises. Les travaux de Han et Suk (1998) ainsi que ceux de McConnell et Servaes (1990) semblent indiquer une corrélation positive entre la détention d'actions par les investisseurs institutionnels et la performance. Al Farooque et al. (2007) ont observé une relation non linéaire, suggérant que les investisseurs institutionnels ne s'engagent dans le contrôle de la firme qu'à partir d'un certain seuil de détention. Cette conclusion a été corroborée

par Sahut et Gharbi (2010) dans le contexte français en ce qui concerne le niveau de détention des investisseurs institutionnels. De plus, Thomsen et Pedersen (2000) ont distingué les banques des autres actionnaires financiers et ont constaté un lien positif entre la détention d'actions par des banques et la performance, résultat également observé par Cable (1985) en Allemagne de l'Ouest.

À la lumière des développements théoriques et empiriques antérieurs, nous formulons l'hypothèse selon laquelle les actionnaires financiers et institutionnels auront un impact positif sur la performance lorsque leur détention du capital est suffisamment importante.

H3 : La performance financière serait associée négativement à l'actionnariat financier et institutionnel jusqu'à un certain niveau de détention, puis positivement au-delà de ce seuil.

1.4. L'actionnariat familial

L'actionnariat familial se présente comme la forme la plus répandue dans le monde (La Porta et al., 1999), touchant non seulement les PME, mais également les grandes entreprises cotées. Aux États-Unis, plus de 35 % des 500 plus grandes entreprises sont des sociétés familiales (Shleifer et Vishny, 1986 ; Wang, 2006), et environ deux tiers des sociétés cotées françaises sont des sociétés familiales (Faccio et Lang, 2002). Comme pour l'actionnariat des dirigeants, l'impact de l'actionnariat familial sur la performance des entreprises suscite une interrogation théorique complexe.

Selon la théorie de l'alignement, l'actionnaire familial est censé privilégier des décisions orientées vers la création de valeur à long terme, étendant cette perspective à ses relations avec les salariés et autres parties prenantes. La préservation de la réputation constitue également une préoccupation pour l'actionnaire familial, l'incitant à éviter de s'accaparer des avantages personnels aux dépens des actionnaires minoritaires. En revanche, la théorie de l'enracinement suggère que les actionnaires familiaux peuvent chercher à maintenir le pouvoir pour en tirer des bénéfices personnels. Leur refus de transparence ou d'établir des structures de gouvernance efficaces, telles que la séparation des fonctions de président et de directeur général et l'indépendance des administrateurs, pourrait être un moyen pour l'actionnaire familial de consolider sa position.

Des recherches récentes sur les entreprises familiales indiquent que, comparativement aux entreprises non familiales, elles affichent de meilleures performances financières et

bénéficient de coûts de la dette inférieurs. Cela découle des travaux de Claessens et al. (2002) et Anderson et Reeb (2003) aux États-Unis, ainsi que de ceux de King et Santor (2008) au Canada, de Maury (2006) et de Barontini et Caprio (2006) en Europe. Barontini et Caprio (2006) soulignent particulièrement une performance financière supérieure parmi les entreprises familiales françaises, corroborant les conclusions de Margaritis et Psillaki (2010). Selon Allouche et Amann (1998), la confiance joue un rôle essentiel dans l'explication de la performance des entreprises familiales, tant dans les relations entre dirigeants et salariés au sein de l'entreprise familiale que dans celles avec ses parties prenantes.

De nombreuses études ont approfondi l'analyse de la relation entre l'actionnariat familial et la performance, utilisant des modèles non linéaires et/ou des variables modératrices. En Corée, Lee (2004) a observé une relation non linéaire, avec une association négative aux extrémités, suggérant un effet d'enracinement au-delà d'un certain seuil de détention par les actionnaires familiaux. Maury (2006) a constaté que le surplus de performance associé aux entreprises familiales ne concernait que celles où la famille exerçait un contrôle actif sur la gestion. Villalonga et Amit (2006) ont souligné le rôle du fondateur dans la création de valeur, tandis que la deuxième génération avait tendance à détruire de la valeur. Ils ont également observé l'influence des mécanismes de gouvernance et de protection des actionnaires minoritaires sur la performance des entreprises familiales. De même, King et Santor (2008) ont constaté que seules les sociétés familiales sans droit de vote multiple bénéficiaient d'un surplus de performance par rapport aux entreprises non familiales.

H4 : La performance comptable serait positivement associée à l'actionnariat familial.

2. Méthodologie

L'échantillon de notre recherche englobe 50 entreprises marocaines pour la période s'étendant de 2016 à 2020, totalisant ainsi 250 observations. Ce choix de période a été motivé par la volonté de compléter les études précédentes réalisées dans le contexte marocain, qui se sont principalement concentrées sur des périodes antérieures ou étaient moins exhaustives. En raison de la collecte manuelle des données d'actionnariat à partir des rapports annuels, nous avons été contraints de restreindre la période d'étude à cinq exercices. Dans cette section, nous présentons en détail la méthodologie liée aux variables de propriété, ainsi que celle concernant les mesures de performance et les variables de contrôle.

2.1. Données sur la propriété des sociétés

Les données concernant la structure de propriété des sociétés ont été extraites des rapports annuels et des documents de référence. En raison de l'indisponibilité de certaines informations sur le pourcentage des droits de vote, le pourcentage de détention a été utilisé de manière uniforme pour l'ensemble des sociétés. La fiabilité des données collectées repose sur les détails fournis dans les rapports annuels. Il convient de noter que certains rapports indiquent des détentions aussi basses que 1 %, tandis que d'autres ne mentionnent aucune information pour les actionnaires n'ayant pas franchi le seuil de déclaration de 5 %.

Tableau n°1 : récapitulatif des variables

Variable	Définition
ROA	Rentabilité économique : Excédent Brut d'Exploitation / Total actif
ROE	Rentabilité des capitaux
conck	Taux de détention des actions par l'actionnaire principal
INST	Taux de détention cumulé pour les investisseurs institutionnels
MAN	Taux de de détention cumulé pour les actionnaires managériaux
FAM	Variable dichotomique prenant la valeur 1 en cas d'actionnariat familial, et 0 sinon.
TAIL	La taille est évaluée en utilisant le logarithme népérien du total des actifs.
END	Endettement : Dette totale/ total actif

Tableau n°2 : Statistiques descriptives des variables

Statistiques descriptives					
	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type
CONK	150	11,52	99,68	54,0394	18,57306
INST	150	,00	126,66	65,2664	31,12909
MAN	150	,00	70,58	5,9678	16,25747
FAM	150	0	1	,15	,361
TAIL	150	7,61	11,80	9,0570	,82555
END	150	,05	1,19	,5228	,26865
ROA	150	-9,86	29,73	10,6225	9,07317
ROE	150	-80,28	79,30	9,6531	24,98957

Source : propre élaboration par le logiciel SPSS

A partir du tableau n°2 on peut tirer les informations suivantes concernant les différentes variables étudiées, pour la mesure de la concentration du capital on s'est focalisé sur le pourcentage détenu par le premier actionnaire, pour notre échantillon il détient en moyenne 54,04 % du capital, avec un maximum de 99% et un écart type de 18,57%.

En plus de l'évaluation globale de la détention, nous avons entrepris de quantifier le pourcentage de détention par divers types d'actionnaires identifiés, notamment les personnes individuelles ou les familles (variable MAJFAM), les institutions financières, les compagnies d'assurance, les banques et les sociétés d'investissement (variable INST), ainsi que les dirigeants et les salariés(MAN).

Cette classification s'aligne sur celle utilisée par Thomsen et Pedersen (2000), bien que chaque variable ne soit pas binaire, englobant ainsi les pourcentages détenus par les actionnaires identifiés.

L'échantillon révèle que la catégorie d'actionnaires la plus représentée est celle des actionnaires institutionnels, qui détiennent en moyenne 65,27 % des parts. Par la suite, l'actionnaire managérial se positionne comme le deuxième type d'investisseur le plus répandu, détenant en moyenne 5,97 % des parts. Enfin, l'actionnaire familial se distingue comme le moins représenté, affichant une moyenne de détention de 0,15 %.

3. Résultats

Nous présentons les résultats relatifs au lien entre la structure de propriété et la performance mesurée par la ROA et la ROE.

Les modèles adoptent la mesure de performance comme variables expliqués.

$$\text{ROA}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{CONK}_{it} + \beta_2 \text{INST}_{it} + \beta_3 \text{MAN}_{it} + \beta_4 \text{FAM}_{it} + \beta_5 \text{TAILLE}_{it} + \beta_6 \text{END}_{it} + \mu_{it}.$$

$$\text{ROE}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{CONK}_{it} + \beta_2 \text{INST}_{it} + \beta_3 \text{MAN}_{it} + \beta_4 \text{FAM}_{it} + \beta_5 \text{TAILLE}_{it} + \beta_6 \text{END}_{it} + \mu_{it}.$$

Tableau n° 3 : Les résultats de la regressions sont reporté dans le tableau suivant

Variable	ROA	ROE
Constante	17,639 (1,148)	32,455 (,745)
Pourcentage du capital détenu par le premier actionnaire	-,050 (-,736)	-,288 (-1,484)
Pourcentage détenu par les investisseurs institutionnel	-,003 (-,067)	-,014 (-,105)
Pourcentage détenu par les actionnaires managériaux	,112 (1,016)	-,203 (-,646)
La familiarité de l'actionnaire principale.	-1,610 (-,346)	4,148 (,314)
Taille de l'entreprise	,361 (,227)	1,377 (,305)
Endettement de l'entreprise	-14,897 (-3,131)	-34,863 (-2,583)
R ²	,224	,177
R ² ajusté	,123	,070
F	2,213	1,651
Prob	,059	,155

Source : propre élaboration par le logiciel SPSS

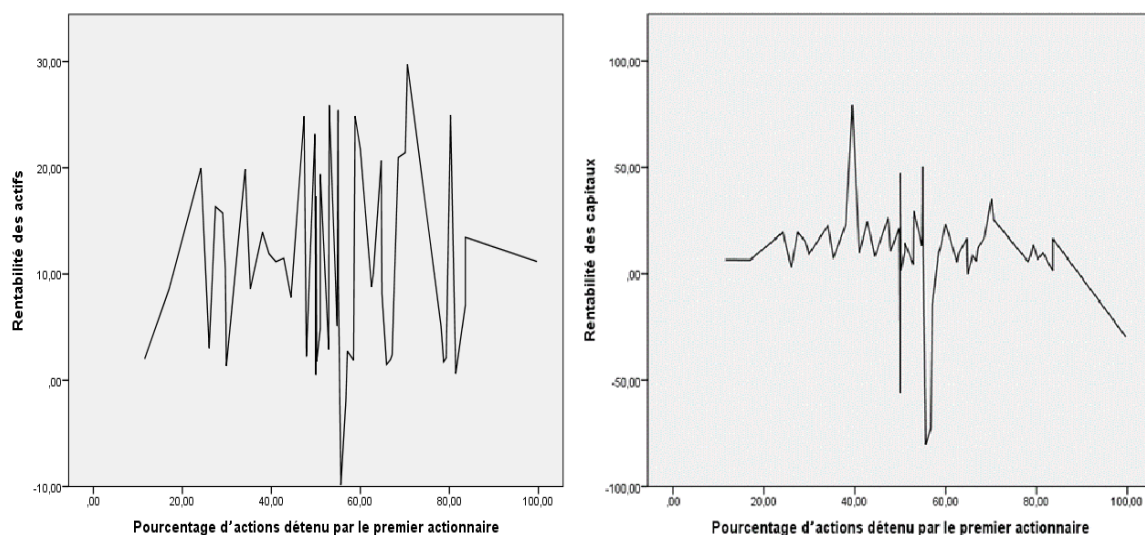
A partir du tableau n°3 qui concerne la regression , on remarque que la taille des entreprises marocaines impacte positivement leur performance comptable mesurée par le ROE et le ROA. Donc on peut dire que la rentabilité financière augmente avec l'augmentation de la taille de l'entreprise. Au contraire l'endettement de l'entreprise influence négativement la ROE et la ROA ce qui peut être expliquer par l'importance des charges financières des entreprises endettées.

3.1 Le lien entre la concentration du capital et la performance

L'examen du tableau de régression révèle une corrélation négative entre la concentration du capital et la rentabilité comptable. En revanche, la relation observée pour le retour sur actifs (ROA) n'est pas statistiquement significative, contrairement à celle pour le retour sur capitaux propres (ROE). Ces résultats suggèrent l'absence d'une relation significative entre la concentration du capital et la performance de manière générale.

Pour une meilleure compréhension de la relation, la Figure 1 présente une visualisation graphique des pourcentages d'actions détenus par le premier actionnaire en relation avec les performances associées. On constate qu'aucune relation linéaire ne se dégage entre la part détenue par le premier actionnaire et la performance, que ce soit en termes de rentabilité économique ou financière. Ces résultats concordent avec les travaux menés par Demsetz et Lehn (1985), Himmelberg et al. (1999), Demsetz et Villalonga (2001) aux États-Unis, ainsi qu'avec les recherches de Charreaux (1991), Mtanios et Paquerot (1999), Sahut et Gharbi (2010) en France, et Welch (2003) en Australie. Cette constatation nous conduit à rejeter la première hypothèse suggérant l'existence d'une relation linéaire entre la concentration du capital et la performance.

Figure 1. Relation entre performance financière et pourcentage de détention du premier actionnaire



Source : propre élaboration par le logiciel SPSS

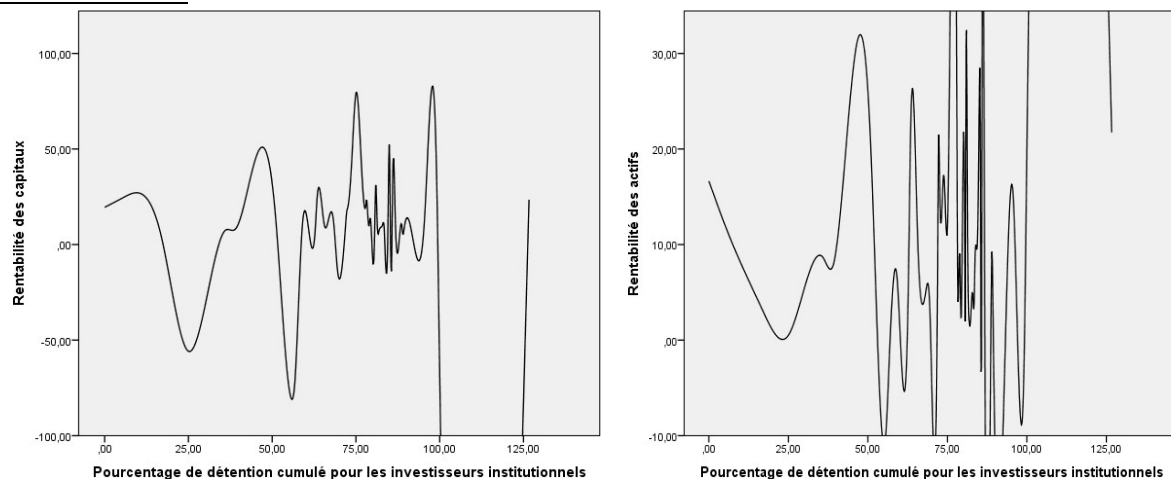
3.2 Nature de l'actionnariat et performance financière :

En complément de l'examen de la concentration du capital, nous avons investigué la corrélation entre la nature des actionnaires et la performance de l'entreprise. À cette fin, nous avons inclus dans la régression le pourcentage cumulé du capital détenu par chaque catégorie d'actionnaires : familiale, institutionnelle et par les dirigeants.

A partir des résultats de régressions on remarque une relation faiblement négative entre les investisseurs institutionnels et la performance et non significative pour la rentabilité de l'actif au contraire de la rentabilité des capitaux. Ces conclusions appuient les travaux de Diamond (1984) et de Porter (1992), qui critiquent les investisseurs institutionnels pour exercer une pression sur les dirigeants et privilégier un horizon à court terme. Cette dynamique peut conduire les dirigeants à prendre des décisions potentiellement sous-optimales en ce qui concerne la création de valeur à long terme.

À fin de mieux examiner le lien entre la propriété des investisseurs institutionnels et la performance la figure n° 2 présente graphiquement la relation entre ces deux variables. L'examen des deux graphiques révèle l'absence d'une relation linéaire entre le pourcentage d'actions détenu par les investisseurs institutionnels et les deux types de performance, confirmant ainsi les conclusions de Al Farooque et al. (2007). Par conséquent, la troisième hypothèse, selon laquelle la performance financière serait associée négativement à l'actionnariat financier et institutionnel jusqu'à un certain niveau de détention, puis positivement au-delà de ce niveau, est rejetée.

Figure 2. Relation entre performance financière et pourcentage de détention des actionnaires institutionnels.

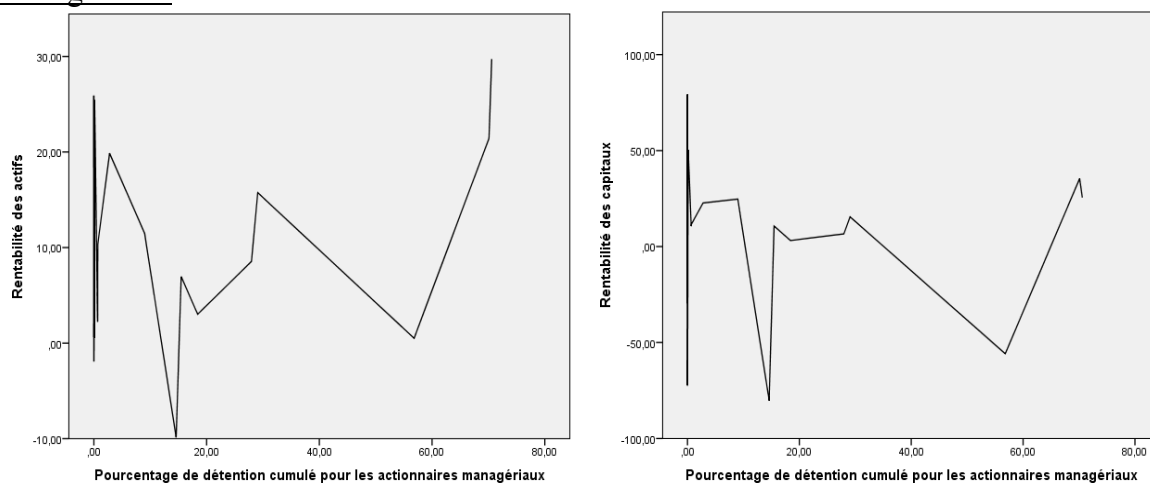


Source : propre élaboration par le logiciel SPSS

En ce qui concerne la corrélation entre l'actionnariat managérial et la performance comptable des entreprises marocaine, les résultats de la régression linéaire ont montré une relation positive est significative concernant la rentabilité économique et négative pour la rentabilité des capitaux, cette dernière est non significative. Donc la nature de la relation varie selon la mesure de la rentabilité requise, ce qui confirme les travaux de Himmelberg et al (1999), Demsetz et Villalonga (2001) aux Etats-Unis, Welch (2003) en Australie et Al Farooque et al. (2007) au Bangladesh.

Afin de mieux comprendre la relation entre les actionnaires managériaux et la rentabilité comptable la figure 3 présente graphiquement cette relation, à partir du deux graphiques on remarque que à certain niveau de détention du capital par les dirigeants il n'y a pas de relation significative avec la rentabilité comptable alors que cette relation devient positive et significative après un certain niveau de détention du capital ce qui confirme la deuxième hypothèse de notre recherche.

Figure 3. Relation entre performance financière et pourcentage de détention des actionnaires managériaux.



Source : propre élaboration par le logiciel SPSS

En fin pour la relation entre l'actionnariat familiale et la rentabilité comptable. Les résultats de la régression linéaire montrent que l'actionnariat familiale impacte négativement la rentabilité économique et positivement la rentabilité financière sans signification, ce qui nous pousse à déduire qu'il n'existe pas de relation entre l'actionnariat familiale et la performance comptable des entreprises marocaines ce qui ne confirme pas les travaux de Claessens et al. (2002) et Anderson et Reeb (2003).

A la lumière de ces résultats la quatrième hypothèse qui stipule une relation positive entre l'actionnariat familiale et la performance comptable est rejetée.

CONCLUSION

L'objet de cette étude empirique est de cerner l'incidence de la structure de propriété sur la performance des entreprises marocaine cotées en bourses. Conformément aux résultats, l'actionnariat de ces entreprises se caractérisent par une distribution de détention de capital de 54,03% en moyenne pour la part du premier actionnaire, 65,26% en moyenne pour la parts des investisseurs institutionnels, 5,96% en moyenne pour les actionnaires managériaux et 0,15% en moyenne de l'actionnariat familiale.

Par ailleurs, la validation empirique fait ressortir que la taille des entreprises a un effet positif sur la rentabilité financière et la rentabilité économique alors que le taux d'endettement a des effets négatifs sur la performance comptable des entreprises.

En revanche, l'impact de la concentration du capital sur la rentabilité économique n'est pas significatif alors qu' il est significativement négative sur la rentabilité financière rejetant ainsi la première hypothèse. Les entreprises devraient revoir leur structure de propriété, notamment en tenant compte du niveau de détention du capital par les actionnaires principaux. Les gestionnaires peuvent explorer des stratégies pour optimiser la concentration du capital, en s'assurant qu'elle n'entrave pas la rentabilité financière.

De plus, l'existence des investisseurs institutionnels n'a pas d'impact significative sur les deux types de performance rejetant aussi la troisième hypothèses. De meme , la quatrième hypothèses est rejetée puisque l'effet de l'actionnariat familiale n'est pas significative sur la performance comptable. pour les actionnaires managériaux , leur existence impact positivement la performance comptable au déla d'un niveau de détention du capital ce qui confirme la deuxième hypothèse. La présence d'actionnaires managériaux peut avoir des effets positifs sur la performance comptable au-delà d'un certain seuil. Les entreprises peuvent envisager des incitations appropriées pour les actionnaires managériaux afin de maximiser leur contribution à la performance.

Toutefois, ces résultats présentent certaines limites. Premièrement, l'adoption de l'hypothèse de stabilité de la structure de propriété sur toute la période d'étude pourrait influencer les résultats.

Bien qu'aucun changement majeur n'ait été identifié au cours de cette période, l'utilisation de données plus détaillées sur la structure de propriété pourrait renforcer la fiabilité des résultats. Deuxièmement, une autre limite réside dans les mesures choisies. La différence potentielle entre le pourcentage détenu par les administrateurs et celui des droits de vote pourrait introduire une certaine distorsion dans les résultats de notre étude. Il est important de prendre en compte ces limitations lors de l'interprétation des conclusions de notre recherche.

La communauté académique pourrait envisager des discussions approfondies sur les mesures de la structure de propriété, en particulier la différence entre la détention par les administrateurs et les droits de vote. Des clarifications méthodologiques pourraient améliorer la fiabilité des résultats de recherche.

BIBLIOGRAPHIE

Al Farooque O., van Zijl T., Dunstan K. et Waresul Karim A. K. M. (2007), « Ownership Structure and Corporate Performance: Evidence from Bangladesh », *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, vol. 14, p. 127-150.

Alonso-Bonis S. et 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*, vol 4, n° 4, p. 206-216. DOI : 10.22495/cocv4i4c1p5

Anderson R. et Reeb D. (2003), « Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500 », *Journal of Finance*, vol. 58, n° 3, p. 1301-1327. DOI : 10.1111/1540-6261.00567

Barontini R., et Caprio L. (2006), « The effect of family control on firm value and performance: Evidence from continental Europe. », *European Financial Management*, vol. 12, n° 5, p. 689-723. DOI : 10.1111/j.1468-036X.2006.00273.x

Berle A., et Means, G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt, Brace and World, New York.

Boubakri N., Cosset J.C., Guedhami O. (2005), « Investor Protection, Corporate Governance and Privatization », *Journal of Financial Economics*, vol. 76, p. 369-300.

Cable J. (1985), « Capital Market Information and Industrial Performance: The Role of West German Banks », *Economic Journal*, vol. 95, n° 377, p. 118-132. DOI : 10.2307/2233472

Charreaux G. (1991), « Structures de propriété, relations d'agence et performances financières », *Revue économique*, n° 3, p. 521-552. DOI : 10.3406/reco.1991.409292

Charreaux G. et Desbrières P. (1998), « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 2, p. 57-88.

CHEBRI M. & BAHOUSSA A. (2020) «Structure de propriété et performance bancaire : les théories de la gouvernance d'entreprise à l'épreuve.», *Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit* « Volume : numéro 2 » pp : 530 -552

Craswell A., Taylor S. et Saywell R. (1997), « Ownership Structure and Corporate Performance: Australian Evidence », *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 5, n° 3, p. 301-323. DOI : 10.1016/S0927-538X(96)00028-5

Demsetz H. et Lehn K. (1985), « The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences », *Journal of Political Economy*, vol. 93, n° 6, p. 1155-1177. DOI : 10.1086/261354

Demsetz H. et Villalonga, B. (2001), « Ownership Structure and Corporate Performance », *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, p. 209–233. DOI : 10.1016/S0929-1199(01)00020-7

Fama E. F. et Jensen M. C. (1983), « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, p. 301-325. DOI : 10.1086/467037

Ginglinger E., Megginson W., et Waxin T. (2011), « Employee ownership, board representation, and corporate financial policies. », *Journal of Corporate Finance*, vol. 17, n° 4, p. 868-887.
DOI : 10.1016/j.jcorpfin.2011.03.005

Han K.C. et Suk D.Y. (1998), « The Effect of Ownership Structure On Firm Performance: Additional Evidence », *Review of Financial Economics*, vol. 7, n° 2, p. 143-155.
DOI : 10.1016/S1058-3300(99)80150-5

Himmelberg C., Hubbard G. et Palia, D. (1999), « Understanding The Determinants of Managerial Ownership and The Link Between Ownership and Performance », *Journal of Financial Economics*, vol. 53, p. 353–384. DOI : 10.1016/S0304-405X(99)00025-2

Jensen M. et Meckling W. (1976), « Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, p. 305-360. DOI : 10.1016/0304-405X(76)90026-X

King M.R. et Santor E. (2008), « Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms », *Journal of Banking and Finance*, vol. 32, p. 2423–2432.
DOI : 10.1016/j.jbankfin.2008.02.002

Labelle R. et Schatt, A. (2005), « Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises », *Finance-Contrôle-Stratégie*, vol. 8, n° 3, p. 77-104.

Margaritis D. et Psillaki M. (2010), « Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance », *Journal of Banking & Finance*, vol. 34, p. 621-632.
DOI : 10.1016/j.jbankfin.2009.08.023

Ng A., Yuce A., et Chen E. (2009). « Determinants of state equity ownership, and its effect on value/performance: China's privatized firms. », *Pacific-Basin Finance Journal*, vol 17, n° 4, p. 413-443.
DOI : 10.1016/j.pacfin.2008.10.003

Porter M.E. (1992), « Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 5, n° 2, p. 4–16.

DOI : 10.1111/j.1745-6622.1992.tb00485.x

Shleifer A. et Vishny R.W. (1986), « Large Shareholders and Corporate Control », *Journal of Political Economy*, vol. 94, 3, p. 461-489.

DOI : 10.1086/261385

Thomsen S., Pedersen T. et Kvist H.K. (2006), « Blockholder Ownership: Effects on Firm Value in Market and Control Based Governance Systems », *Journal of Corporate finance*, vol. 12, p. 246-269.

DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2005.03.001

Vaaler P. M., et Schrage B. N. (2009), « Residual state ownership, policy stability and financial performance following strategic decisions by privatizing telecoms. », *Journal of International Business Studies*, vol. 40, n° 4, p. 621-641.

DOI: 10.1057/jibs.2008.104

Welch E. (2003), « The Relationship Between Ownership Structure and Performance in Listed Australian Companies », *Australian Journal of Management*, vol. 28, n° 3, p. 285-306.

DOI: 10.1177/031289620302800304

Zhao R. et Millet-Reyes B. (2007), « Ownership Structure and Accounting Information Content: Evidence from France », *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 18, n° 2, p. 223-246.

DOI : 10.1111/j.1467-646X.2007.0