

**EFFET DES MECANISMES DE GOUVERNANCE SUR LA
PERFORMANCE DES SOCIETES MAROCAINES COTEES
EN BOURSE**

**THE EFFECT OF CORPORATE GOVERNANCE
MECHANISMS ON THE PERFORMANCE OF THE
MOROCCAN LISTED COMPANIES**

IDRISSI Nabaouia

Doctorante à l'université Hassan II – FSJES- Mohammedia Maroc
Laboratoire de Recherche en Performances Economique et Logistique
E-mail : idrissi.nabaouia@gmail.com

LOULID Adil

Professeur Habilité à l'université Hassan II – FSJES- Mohammedia Maroc
Laboratoire de Recherche en Performances Economique et Logistique
E-mail : loulid.enseignement@gmail.com

Résumé :

A l'heure actuelle, la notion de gouvernance d'entreprise a pris une place considérable dans le tissu managérial et commence à susciter un intérêt particulier pour les chercheurs en la matière. Cet engouement vis-à-vis de la gouvernance est lié principalement à la recherche de la performance au sein des entreprises.

De ce fait, ce travail se propose d'étudier l'impact des différents mécanismes de la gouvernance sur la performance des entreprises, avec une attention particulière aux sociétés marocaines cotées en bourse.

Pour ce travail, nous allons nous baser sur un échantillon de 3 entreprises cotées en bourse en vue de mettre en évidence le rapprochement significatif entre les mécanismes de gouvernance et la performance de l'entreprise, et notamment celle des sociétés cotées.

Mots-clés : Gouvernance des entreprises - performance de l'entreprise - gouvernance actionnariale - gouvernance partenariale – conseil d'administration.

Abstract:

Currently, the corporate governance concept has taken an important place in the managerial fabric and is attracting particular interest to researchers in the field. This interest in governance is primarily related to seeking performance within corporations.

Therefore, this work seeks to examine the impact of the different mechanisms of governance on corporate performance, with particular attention to Moroccan listed corporations.

For this work we will focus on a sample of 3 traded corporations in order to highlight the closer relationship between the governance forms and overall company performance, particularly those listed corporations.

Keywords: Corporate governance - company performance - shareholder governance - stakeholder governance - Board of director.

INTRODUCTION

A l'heure actuelle, la notion de gouvernance d'entreprise a pris une place considérable dans le tissu managérial et commence à susciter un intérêt particulier pour les chercheurs en la matière. Cet engouement vis-à-vis de la gouvernance est lié principalement à la recherche de la performance au sein de l'entreprise.

Le système de gouvernement d'entreprise peut être défini comme étant « l'ensemble des mécanismes organisationnels et institutionnels ayant pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui « gouvernent » leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire » (Charreaux, 1997).

Le rôle de la gouvernance d'entreprise est de mettre en place des dispositions et des règles qui permettent de contrôler les managers, et de concilier les intérêts des différents partenaires de la firme.

L'objectif de cette contribution est d'étudier sur un échantillon de sociétés marocaines cotées en bourse, l'impact des différents mécanismes de la gouvernance sur la performance des entreprises, afin de répondre à la question suivante :

Dans quelle mesure les différents mécanismes de gouvernance peuvent avoir un impact sur la performance de la firme ?

Pour ce faire, la suite de notre propos sera articulée comme suit : la première et la deuxième partie exposent une revue de la littérature autour des deux principaux concepts traités, à savoir la gouvernance des entreprises et la performance. La troisième partie présente la méthodologie déployée et la quatrième expose et discute les résultats obtenus.

1. La notion de la gouvernance :

Le passage de l'entreprise entrepreneuriale, où le propriétaire de la firme accomplit à la fois la fonction entrepreneuriale et managériale, à l'entreprise managériale, où le propriétaire nomme une ou plusieurs personnes pour assurer la fonction managériale, provoque la séparation des fonctions de propriété du capital et de prise de décision (Berle et Means, 1932). Cette séparation nécessite l'instauration d'un système de gouvernance afin de limiter les divergences d'intérêt potentiels et le comportement opportuniste des dirigeants, et d'inciter ces derniers à faire de leur mieux.

Toutefois les deux modèles dominants de la gouvernance d'entreprise sont : le modèle actionnariale basé uniquement sur la relation entre actionnaires et dirigeants, et celui partenariale qui intègre les intérêts de l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise.

1.1. Les théories dominantes en matière de gouvernance :

1.1.1. La théorie actionnariale de la gouvernance :

La gouvernance actionnariale puise ses origines dans la théorie de l'agence soutenue initialement par Berle et Means en 1932 et développée par Jensen et Meckling dans un article publié dans le journal of Financial Economics en 1976. Pour ces auteurs, la relation d'agence est définie comme « un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal) a recours aux services d'une autre personne (l'agent) pour accomplir en son nom une tâche quelconque, ce qui implique une délégation de nature décisionnelle à l'agent». (Jensen et Meckling, 1976).

La relation d'agence prend la forme d'une séparation entre les fonctions de direction et de contrôle. De part sa nature, cette relation n'est pas sans risque, elle peut poser des problèmes d'agence dans la mesure où les intérêts des dirigeants et ceux des actionnaires peuvent diverger.

A cette fin, l'enjeu principal de la gouvernance est d'instaurer un système d'incitation et de contrôle afin de délimiter les comportements opportunistes des dirigeants et faire face aux conflits d'intérêts. « Pour la théorie de l'agence, c'est parce que les actionnaires sont les plus exposés aux risques d'une mauvaise gestion que le système de gouvernance doit les protéger et que l'éventuel surplus généré par l'efficacité organisationnelle doit leur revenir en priorité. » (Parrat, 2014 : p.57).

Le modèle actionnarial appartient à l'approche financière de la gouvernance qui privilégie la maximisation de la valeur des fonds propres. Il considère que les actionnaires sont les seuls créanciers résiduels, et vise surtout à protéger leur intérêt et leur richesse.

Selon cette approche, l'indicateur unique de performance est celui de la valeur actionnariale (Shareholder value). Néanmoins cette vision moniste, fondée sur la création de valeur uniquement pour les actionnaires, reste restrictive du fait qu'elle ne prend pas en considération les intérêts de l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise.

1.1.2. La théorie partenariale de la gouvernance :

Pour Charreaux (1996, p.22- 23) «les actionnaires, notamment ceux des grandes sociétés cotées de type managérial qui ne sont ni les décideurs résiduels, ni les seuls créanciers résiduels, ne peuvent être considérés comme les détenteurs exclusifs des droits de propriété ».

La critique de la théorie actionnariale de la gouvernance centrée exclusivement sur la rentabilité financière, a donné naissance à une vision plus élargie qui intègre les attentes de l'ensemble des partenaires de la firme.

L'approche partenariale proposée par Charreaux pour pallier les insuffisances du modèle actionnarial, s'appuie sur la théorie des parties prenantes. Il favorise la création de valeur non seulement pour les actionnaires mais aussi pour les différentes parties prenantes de l'entreprise (notamment les actionnaires, les clients, les fournisseurs, les salariés, les dirigeants...). Freeman (1984 : p.46) définit ces parties prenantes comme étant « tout individu ou groupe d'individus qui peut affecter ou être affecté par la réalisation des objectifs organisationnels ».

Dans cette approche, la performance est mesurée par la valeur partenariale (Stakeholder value). Néanmoins, en dépit de sa vision coopérative, le modèle partenarial n'est pas détaché de la gouvernance actionnariale, il défend toujours les intérêts des actionnaires tout en prenant en considération l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise.

1.2. Les mécanismes de gouvernance :

L'objectif de la gouvernance est de mettre en place un certain nombre de mécanismes en vue de limiter les divergences d'intérêt potentiels et le comportement opportuniste des dirigeants, et d'inciter ces derniers à faire de leur mieux. Pour ce faire, on distingue traditionnellement deux types de mécanismes de gouvernance : internes et externes.

1.2.1. les mécanismes internes de gouvernance

Les principaux mécanismes internes de gouvernance sont : le conseil d'administration et la politique de dividende.

- Le conseil d'administration : le conseil d'administration constitue un mécanisme de contrôle fondamental dans le dispositif du gouvernement d'entreprise. En effet, plusieurs auteurs s'accordent que le conseil d'administration a deux fonctions principales : contrôler l'équipe managériale et apporter les conseils aux actionnaires.

Pour Charreaux (2000 : p.5 et 10). « Le conseil d'administration intervient en incitant les dirigeants à être performants, soit par les systèmes de rémunération (bonus, stock-options...), soit en menaçant de les évincer. (...) Il intervient comme un organe hiérarchique qui, outre son rôle d'arbitre dans le partage de la rente, doit encourager le travail en équipe ».

Par ailleurs, le conseil d'administration comporte un certain nombre de caractéristiques qui contribue à renforcer le contrôle interne tels que sa composition, sa taille, sa forme, la

séparation des responsabilités du directeur général et du président du conseil, et la présence des comités attachées au conseil.

- **La politique de dividende** : La politique de dividende consiste à rémunérer les actionnaires en contrepartie du capital mis à la disposition d'une société. Elle permet de réduire les problèmes d'asymétrie d'information et les coûts qui y sont liés.

Un versement généreux et régulier du dividende permet de limiter le gaspillage des capitaux (...) et pousse les dirigeants à agir dans l'intérêt des actionnaires.

1.2.2. les mécanismes externes de gouvernance

Les mécanismes externes sont généralement liés au fonctionnement des différents marchés : le marché financier, le marché des dirigeants et le marché des biens et services.

- **Le marché financier** : le marché financier constitue un moyen efficace pour contrôler le comportement potentiellement opportuniste et préjudiciable des dirigeants. En effet, lorsque les apporteurs de fonds ne sont pas satisfaits de la gestion des dirigeants, ils peuvent vendre leurs actions.

Le principe de fonctionnement des marchés financiers est que les fluctuations du cours de l'action sont associées directement à la gestion de la firme. Ainsi, une baisse du cours boursier de l'action s'explique systématiquement par une gestion non conforme aux objectifs des actionnaires. Par conséquent, pour éviter une éventuelle révocation, par faute d'une mauvaise performance, le dirigeant se trouve dans l'obligation de bien gérer la firme et d'être en conformité avec les objectifs assignés par les actionnaires.

- **Le marché des dirigeants** : le marché du travail des dirigeants est un autre moyen de contrôle. Toutefois, pour éviter le risque d'être renvoyé et pour préserver leur réputation sur ce marché, les dirigeants se trouvent obligés de limiter leur opportunisme et de diriger la firme dans une perspective de création de valeur pour toutes les parties prenantes.

- **Le marché des biens et services** : la concurrence entre les firmes sur le marché des biens et services met une forte pression sur les dirigeants et permet de protéger les intérêts des actionnaires. En effet, un comportement opportuniste de la part des dirigeants peut rendre l'entreprise moins compétitive et donc provoquer une baisse de la demande.

2. La notion de performance :

2.1. Définition de la performance :

La recherche de la performance constitue depuis longtemps une préoccupation cruciale au sein des entreprises. Toutefois les définitions de la performance sont fort nombreuses, il s'agit d'une notion à caractère polysémique. Cette dernière se définit selon Bourguignon (2000)

comme étant « la réalisation des objectifs organisationnels, quelles que soient la nature et la variété de ces objectifs. Cette réalisation peut se comprendre au sens strict (résultat, aboutissement) ou au sens large du processus qui mène au résultat (action) ... ». D'après Lorino (1997 : p.18). «...Est donc performance dans l'entreprise tout ce qui, et seulement ce qui, contribue à améliorer le couple valeur-coût, c'est-à-dire à améliorer la création nette de valeur».

L'utilisation des aspects financiers a été depuis longtemps employée par les entreprises pour mesurer leur performance, or, actuellement les indicateurs financiers sont loin d'être suffisants pour apprécier la performance. C'est à ce titre que cette dernière doit être complétée par l'intégration d'autres dimensions non financières.

2.2. Les dimensions de la performance :

Dans cette partie nous aborderons les différentes dimensions de la performance, celle-ci peut être mesurée par des indicateurs financiers et d'autre non financiers.

2.2.1. Les indicateurs financiers :

Les indicateurs financiers sont très fréquemment utilisés par les entreprises pour évaluer leurs performances. L'approche financière de la performance s'appuie sur l'ensemble des résultats présentés par la comptabilité, il s'agit principalement des soldes intermédiaires de gestion ainsi que les différents ratios de mesure de la rentabilité de l'entreprise.

2.2.2. Les indicateurs non financiers :

La mesure de la performance des organisations a depuis longtemps été réduite à des critères de gestions exclusivement financières or, l'évaluation de la performance ne peut en aucun cas se limiter à l'aspect financier.

Toutefois, nous pouvons leur reprocher un certain nombre de limites vu qu'ils ne prennent pas en considération le capital humain. C'est à ce titre que les indicateurs financiers doivent être complétés par d'autres indicateurs d'ordre non financiers qui incluent des dimensions sociales, politiques et environnementales.

3. La méthodologie :

Comme nous l'avons vu au niveau de l'introduction, l'objectif de cet article est de vérifier à travers une analyse comparative, l'impact des différents mécanismes de la gouvernance sur la performance des entreprises. De ce fait, pour concrétiser notre objectif nous nous sommes appuyés sur les rapports annuels d'activités diffusées par les entreprises afin de recueillir les données financière et les données relatives aux variables de la gouvernance.

Ainsi, pour mener notre étude, nous avons choisi un échantillon aléatoire de trois entreprises parmi les 74 sociétés marocaines cotées à la bourse de Casablanca entre 2013 et 2015. Il s'agit de SONASID, Wafa ASSURANCE, et COSUMAR.

3.1. Résumé des hypothèses de la recherche :

Dans le cadre de notre analyse, il nous semble possible de formuler les hypothèses suivantes :

Hypothèse 1 : Un versement généreux et régulier du dividende a un impact sur la performance de la firme.

Hypothèse 2 : La taille du conseil d'administration a un impact sur la performance de la firme.

Ainsi, l'hypothèse de base de notre travail est que la performance des entreprises est affectée significativement par leurs mécanismes de gouvernance.

3.2. Définition des variables :

3.2.1 La variable dépendante : la performance de l'entreprise

Dans le cadre de cette étude un seul critère de mesure de la performance est retenu à savoir: le ratio de rentabilité des capitaux propres (ROE).

Le ratio de rentabilité des capitaux propres (financière) (ROE) est égal au rapport du résultat net sur les capitaux propres. Il permet de mesurer le rendement que les actionnaires tirent de leurs investissements.

$$\text{Ratio de rentabilité des capitaux propres} = \frac{\text{Résultat Net}}{\text{Capitaux propres}}$$

3.2.2 La variable indépendante : la Gouvernance de l'entreprise

Quant à la gouvernance, il existe plusieurs variables pertinentes pour l'étudier. Dans notre étude, nous avons jugé nécessaire de retenir deux variables pour répondre à notre problématique, à savoir : la taille du conseil d'administration et la politique de distribution des dividendes.

4. Principaux résultats de l'étude :

4.1. La performance et les principaux aspects de la gouvernance dans les entreprises étudiées :

4.1.1. Les caractéristiques des entreprises étudiées par apport à la variable performance :

Tableau 1 : Le ROE des entreprises

	Wafa Assurance	Cosumar	Sonasid
2014	17,00%	16,86%	5,89%
2015	16,32%	16,00%	-3,19%
2016	16,23%	20,89%	-3,31%

Source : Bourse des valeurs de Casablanca

4.1.2. Les principaux aspects de la gouvernance dans les entreprises étudiées :

- **La taille du conseil d'administration** : on entend par la taille du conseil le nombre des administrateurs dans le conseil. Sur le plan empirique, plus la taille du conseil augmente plus la firme serait performante.

Ainsi, le conseil d'administration de COSUMAR est composé de 9 administrateurs, celui de Wafa Assurance est composé de 11 administrateurs, et le conseil de SONASID est composé de 14 administrateurs.

- **La politique de distribution des dividendes** : la politique de dividende constitue un moyen efficace de contrôle et permet aux dirigeants de montrer leurs bonnes intentions envers les actionnaires.

Tableau 2 : Dividende par action (ordinaire + exceptionnel)

	Wafa Assurance	Cosumar	Sonasid
2014	239,00	10,30	41,00
2015	160,00	10,80	0,00
2016	120,00	13,00	0,00

Source : Bourse des valeurs de Casablanca

4.2. Les Résultats :

L'analyse de la régression consiste à élaborer un modèle explicatif, qui permet d'expliquer l'impact de la taille du conseil d'administration et de la politique de distributions des bénéfices sur la performance des entreprises en question.

4.2.1. L'impact de la taille du conseil d'administration sur la performance :

Tableau 3 : Le coefficient de détermination R-deux :

Récapitulatif des modèles				
Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,323 ^a	,104	-,024	,2845916

a. Valeurs prédites : (constantes), La taille du CA

Source : Elaboré par les auteurs

Le R-deux est de 0,104. La taille du conseil d'administration explique donc 10,4% de la variation de la performance.

4.2.2. L'impact de la politique de distribution des dividendes sur la performance :

Tableau 4 : Le coefficient de détermination R-deux :

Récapitulatif des modèles				
Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,269 ^a	,072	-,060	,2895944

a. Valeurs prédites : (constantes), Dividende par action

Source : Elaboré par les auteurs

Le R-deux est de 0,072. La politique de distribution des dividendes explique donc 7,2% de la variation de la performance des entreprises étudiées.

Conclusion :

L'objectif principal de ce travail était d'analyser dans quelle mesure les différents mécanismes de gouvernance peuvent avoir un impact sur la performance des entreprises. L'hypothèse de départ était donc, la performance des entreprises est affectée significativement par leurs mécanismes de gouvernance.

A l'issue de cette recherche, nous pouvons conclure que les mécanismes de gouvernance influence la performance des entreprises, sauf que cette influence n'est pas significative, ce qui ne répond pas à nos attentes et ne concorde pas avec les conclusions d'autres auteurs.

Plusieurs raisons peuvent expliquer un tel résultat, d'abord la taille relativement faible de notre échantillon qui constitue une limite à la validité de nos hypothèses. Ensuite, le fait que les résultats différent en fonction du critère de mesure de performance retenu.

BIBLIOGRAPHIE:

- **Berle A., Means G.** (1932), "The Modern Corporation and Private Property". New-york MacMillan.
- **Bourguignon A.** (2000). « Performance et contrôle de gestion », Encyclopédie de Comptabilité, Contrôle de gestion et Audit, Ed. Economica, p. 931-941.
- **Charreaux G.** (1996), « Vers une théorie de gouvernement des entreprises », document de travail FARGO, Université de Bourgogne.
- **Charreaux G.** (1997). « Le gouvernement des entreprises. Corporate gouvernance théories et faits », Paris, Ed. Economica.
- **Charreaux G., & Desbrières, P.** (1998). « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », Finance Contrôle Stratégie, vol 1, n°2, p.57-88.
- **Charreaux G.** (2000). « Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance », La Revue du Financier, n°127, p.6-17.
- **Doriath B. & Goujet, C.** (2011). « Gestion prévisionnelle et mesure de la performance », Paris, Dunod.
- **Elmarhoum A.** (2010). « Analyse des données », Les éditions TOUBKAL et l'IGA.
- **Freeman R.E.** (1984). « Strategic Management: A stakeholder Approach », Boston, Pitman Press.
- **Jensen M.C. & Meckling, W.H.** (1976). «Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure », Journal of Financial Economics, vol 3, n° 4 p. 305-360.
- **Lorino P.** (1997). « Méthodes et pratiques de la performance - le guide du pilotage », Paris, Ed. d'Organisation.
- **Parrat, F.** (2014). « Théories et pratiques de la gouvernance d'entreprise », Paris, Ed. Maxima.