



**GROUPE INSTITUT SUPERIEUR DE COMMERCE ET
D'ADMINISTRATION DES ENTREPRISES**

Centre des Etudes Doctorales en Gestion
Laboratoire de Recherche en Management (LAREM)

Thèse présentée le 30 Juin 2016 par

Smahane MADHAR

Pour l'obtention du titre de

Docteur en Sciences de Gestion

**Corporate Gouvernance et Performance des Entreprises :
Cas des Emetteurs Marocains**

Membres du Jury

- Président** : **M. Rachid M'Rabet**
Professeur de l'Enseignement Supérieur
Groupe ISCAE
- Directeur de recherche** : **M. Fawzi BRITEL,**
Professeur de l'Enseignement Supérieur
Groupe ISCAE
- Rapporteurs** : **M. Pierre-Yves Gomez**
Professeur de l'Enseignement Supérieur
EM Lyon Business School
M. Rachid BELKAHIA
Professeur de l'Enseignement Supérieur
Université Hassan II
- Suffragants** : **M. Ramses ARROUB**
Président du Directoire du Groupe Optorg
M. Younes LAHRICHI
Professeur Habilité
Groupe ISCAE

*À mes parents,
mon mari
et mes enfants.*

REMERCIEMENTS

Ma profonde gratitude va, en premier lieu, à mon Directeur de thèse, Monsieur **Fawzi BRITEL**, qui, tout au long des années de thèse, m'a prodigué ses conseils et ses directives capitales, avec un humanisme et une considération rares. Mes très vifs remerciements vont aussi au Directeur de l'Ecole Doctorale Monsieur **Rachid M'RABET** pour ses précieux conseils tout au long du cycle doctoral et son soutien durant la phase de finalisation de ma thèse. Je tiens également à remercier Messieurs **Pierre Yves GOMEZ**, **Rachid BELKAHIA**, **Ramses ARROUB** et **Younes LAHRICHI** pour avoir accepté de participer à mon jury de soutenance.

Qu'il me soit en outre permis de remercier les enseignants, les chercheurs et mes amis doctorants de l'**ISCAE**, qui ont été d'un précieux conseil sur un ensemble de sujets liés aussi bien au contenu de la thèse qu'à la vie de chercheur.

Je remercie tout particulièrement l'ensemble des Experts (Administrateurs, Commissaires aux Comptes et représentants de l'AMMC) qui m'ont fait bénéficier de leurs conseils pertinents pour l'élaboration du protocole et l'analyse des résultats de l'étude empirique.

In fine, je ne saurais terminer, sans saluer l'affection et le soutien constants de ma famille et mes amis.

INDEX DES ABREVIATIONS

AFEP	:	Association Française des Entreprises Privées
AG	:	Assemblée Générale
AGO	:	Assemblée Générale Ordinaire
AGE	:	Assemblée Générale Extraordinaire
AGREF	:	Association des Grandes Entreprises Françaises
AMF	:	Autorité des Marchés Financiers
AMMC	:	Autorité Marocaine du Marché des Capitaux
BAFin	:	Autorité de Régulation du Secteur Financier Allemand
BAM	:	Bank Al-Maghrib
BFR	:	Besoin en Fonds de Roulement
BPA	:	Bénéfice par Action
CAC	:	Commissaire Aux Comptes
CGEM	:	Confédération Générale des Entreprises du Maroc
CEO	:	Chief Executive Officer
CFO	:	Chief Financial Officer
CFROI	:	Cash Flow Return On Investment
DGD	:	Directeur Général Délégué
EBITDA	:	Earnings Before interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EBE	:	Excédent Brut d'Exploitation
EVA	:	Economic Value Added
ICGN	:	International Corporate Governance et Network
IFA	:	Institut Français des Administrateurs
IFC	:	International Finance Corporation
IMA	:	Institut Marocain des Administrateurs
ISS	:	Institutional Shareholder Services
Loi NRE	:	Loi sur les Nouvelles Régulations Economiques
LBO	:	Leveraged Buy-Out
LSF	:	Loi sur la Sécurité Financière
OCDE	:	Organisation de Coopération et Développement Economiques
MEDEF	:	Mouvement des Entreprises de France
MVA	:	Market Value Added

NASDAQ	:	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
OCDE	:	Organisation de Coopération et Développement Economiques
OLS	:	Ordinary Least Squares
OPA	:	Offre Publique d'Achat
OPE	:	Offre Publique d'Echange
PCA	:	Principal Component Analysis
PCAOB	:	Public Compagny Accounting Oversight Board
PDG	:	Président Directeur Général
PER	:	Price Earning Ratio
RSE	:	Responsabilité Sociale et Environnementale
SEC	:	Securities ans Echange Commission
SA	:	Société Anonyme
SAS	:	Société Anonyme Simplifiée
SOX	:	Sarbane Oxley
SVA	:	Strategic Value Accountability
S&P	:	Standard and Poor's
TCO	:	Théorie Contractuelle des Organisations
TDP	:	Théorie des Droits de Propriété
TCT	:	Théorie des Coûts de Transaction
TPA	:	Théorie Positive de l'Agence
REX	:	Résultat d'Exploitation
ROCE	:	Return On Capital Employed
ROE	:	Return On Equity
ROA	:	Return on Assests
RNPG	:	Résultat Net Part du Groupe
SARL	:	Société à Responsabilité Limitée
TCAM	:	Taux de Croissance Annuel Moyen
TSR	:	Total Shareholder Return
VAN	:	Valeur Actuelle Nette
WACC	:	Weighted Average Cost of Capital

DEFINITIONS

EBE ou EBITDA	: « Excédent Brut d'Exploitation » ou « Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization ». Résultat avant frais financiers, impôts, dépréciations et amortissements : « $EBE = CA - (\text{matières premières, marchandises}) - (\text{charges externes, impôts, taxes}) - (\text{salaires, charges})$ ».
Le Tobin's Q	: Ce ratio représente le rapport entre la valeur boursière de l'entreprise et la valeur de remplacement du capital fixe (valeur d'utilité).
Marge sur EBE	: EBE rapporté au CA. Ce ratio représente la capacité de l'entreprise à générer du cash à partir de son activité, sans tenir compte des éléments calculés, des frais financiers et des éléments exceptionnels.
Marge nette	: Résultat Net rapporté au Chiffre d'Affaires de l'entreprise. Pourcentage de bénéfice net d'une entreprise par rapport au chiffre d'affaires qu'elle dégage.
Payout	: Rémunération des actionnaires « Distribution de dividendes et rachat d'action »
PER	: Cours de Bourse rapporté au Bénéfice par action .
Ratio de Marris	: Permet de comparer la valeur boursière à la valeur comptable. Il est mesuré par le ratio : valeur de marché des actions/valeur comptable des actions;
REX	: Résultat d'exploitation « EBITDA – (amortissements, dépréciations, provisions) »
ROE	: Return On Equity ou rentabilité des capitaux correspond à la rentabilité des capitaux apportés par les actionnaires à la société « Résultat Net / Capitaux Propres ».
ROCE	: « Return On Capital Employed » ou « rentabilité des capitaux employés » détermine la capacité de l'entreprise à créer de la valeur « REX après Impôts / Capitaux Employés ».
RNPG	: Résultat net part du groupe désigne le résultat net total d'un groupe (somme des résultats nets des sociétés du groupe) moins la part revenant aux actionnaires minoritaires des sociétés concernées. Le RNPG est le résultat net revenant à la société mère.
TSR	: Taux de rentabilité d'une action sur une période donnée, intègre les dividendes reçus et la plus-value réalisée.

SOMMAIRE

REMERCIEMENTS	2
INDEX DES ABREVIATIONS.....	4
DEFINITIONS	6
LISTE DES TABLEAUX.....	8
LISTE DES FIGURES	10
INTRODUCTION GENERALE	11
PREMIERE PARTIE : CORPORATE GOUVERNANCE ET PERFORMANCE, REVUE DE LITTERATURE	19
CHAPITRE I : HISTOIRE DE LA CORPORATE GOUVERNANCE	21
Section I : Gouvernance et structure de propriété dans le monde	22
Section II : Des outils de Corporate Gouvernance différents dans des environnements différents.....	44
CHAPITRE II : CADRE THEORIQUE	84
Section I : Définition des concepts	85
Section II : Gouvernance d'entreprise et les théories de la firme	94
CHAPITRE III : RELATION GOUVERNANCE ET PERFORMANCE.....	121
Section I : Etudes empiriques sur la relation gouvernance performance	122
Section II : Modèle explicatif.....	151
DEUXIEME PARTIE : METHODOLOGIE ET RESULTATS DE LA RECHERCHE	165
CHAPITRE IV : POSTURE EPISTEMOLOGIQUE	167
Section I : Les paradigmes épistémologiques	168
Section II : Choix de la posture épistémologique	173
CHAPITRE V : PROTOCOLE DE L'ETUDE EMPIRIQUE.....	182
Section I : Instrument de mesure et choix des variables	183
Section II : Méthode de collecte des données	222
CHAPITRE VI : RESULTATS DE L'ETUDE EMPIRIQUE.....	232
Section I : Données Statistiques	233
Section II : Analyse et interprétation des résultats.....	253
CONCLUSION GENERALE	309
BIBLIOGRAPHIE	309
ANNEXES	345

LISTE DES TABLEAUX

Tableau I.1 1 : Actionnariat des cinquante premières capitalisations boursières.....	34
Tableau I.1 2: Classification de la propriété et des droits de vote.....	43
Tableau I.2 1 : Société cotées mettant en œuvre un processus d'évaluation	72
Tableau I.2 2 : Résultat de l'enquête de l'AMMC (2009) sur la gouvernance.....	79
Tableau III.2 1 : Corps des hypothèses	161
Tableau IV.1 1 : Positions épistémologiques des différents paradigmes	169
Tableau IV.1 2 : Hypothèses sous-jacentes à la nature de la connaissance produite	170
Tableau V.2 1 : Dispositif méthodologique	224
Tableau VI.1 1 : Répartition sectorielle de l'échantillon	233
Tableau VI.1 2 : Répartition de l'échantillon selon les types d'opération.....	234
Tableau VI.1 3 : Répartition de l'échantillon selon le chiffre d'affaires	235
Tableau VI.1 4 : Répartition de l'échantillon selon la structure de propriété (1)	235
Tableau VI.1 5 : Répartition de l'échantillon selon la structure de propriété (2)	236
Tableau VI.1 6 : Répartition de l'échantillon selon la structure de propriété (3)	236
Tableau VI.1 7 : Répartition sectorielle par poids de la capitalisation	237
Tableau VI.1 8 : Répartition de l'échantillon selon la capitalisation boursière	238
Tableau VI.1 9 : Synthèse du taux de conformité des Emetteurs aux critères de la grille.....	250
Tableau VI.1 10 : Nombre d'observation.....	252
Tableau VI.2 1: Corrélation entre le Scoring-Gov et les variables de contrôle	255
Tableau VI.2 2: Corrélation entre le Scoring-Gov et les indicateurs de performance	258
Tableau VI.2 3: Moyenne Marge / ROE des Emetteurs selon leur Scoring-Gov.	261
Tableau VI.2 4: Effet de la taille mesurée par le chiffre d'affaires, sur la corrélation entre le Scoring-Gov et les indicateurs de performance.	263
Tableau VI.2 5: Effet de la taille mesurée par la capitalisation boursière, sur la corrélation entre le Scoring-Gov et les indicateurs de performance.	264

Tableau VI.2 6 : Effet du secteur d'activité sur la corrélation entre le Scoring-Gov et les indicateurs de performance	265
Tableau VI.2 7 : Effet de la structure de propriété sur la corrélation entre le Scoring-Gov et les indicateurs de performance.	267
Tableau VI.2 8 : Scoring-Gov et évolution de l'EBE	269
Tableau VI.2 9: Scoring-Gov et évolution du REX	280
Tableau VI.2 10: Scoring-Gov et évolution du CA.....	284
Tableau VI.2 11 : Scoring-Gov et évolution du RNPG	288
Tableau VI.2 12 : Scoring-Gov et évolution du cours boursier	291
Tableau VI.2 13 : Scoring-Gov et évolution du ROCE	295
Tableau VI.2 14 : Récapitulatif de la validation des hypothèses et des Résultats des tests ...	308

LISTE DES FIGURES

Figure II.1 1 : Typologie des indicateurs financiers.....	89
Figure II.2 1 : Filiations historiques des grandes théories de la firme	97
Figure II.2 2 : Coûts d'agence et modèle de la structure de financement.....	113
Figure II.3 1 : Rating gouvernance panorama Ernst & Young	144
Figure II.3 2 : Relation rating gouvernance Ernst & Young et performance	145
Figure III.2 1 : Modèle de recherche	163
Figure IV.2 1 : Raisonnement inductif vs déductif	176
Figure IV.2 2 : Modes de raisonnement et approches de recherche.....	180
Figure V.2 1 : Approche méthodologique.....	231
Figure VI.1 1 : Répartition de l'échantillon selon les types d'opération	234
Figure VI.1 2 : Répartition sectorielle par poids de la capitalisation de l'échantillon	237
Figure VI.1 3 : Nombre de société disposant du même score	252
Figure VI.2 1 : Moyenne Scoring par secteur	253
Figure VI.2 2 : Corrélation entre le Scoring-Gov et la taille mesurée par la capitalisation ...	255
Figure VI.2 3 : Corrélation entre le Scoring-Gov et l'évolution de l'EBE	259
Figure VI.2 4: Corrélation entre le Scoring-Gov et l'évolution de l'EBE	259
Figure VI.2 5 : Corrélation entre le Scoring-Gov et l'évolution du cours boursier	260

INTRODUCTION GENERALE

L'effondrement en chaîne aussi soudain que spectaculaire de sociétés figurant parmi les fleurons de l'économie mondiale doit être interprété comme le signe d'un dysfonctionnement structurel, voire celui de la faillite du système de gouvernance tel qu'il était mis en œuvre dans ces sociétés¹.

En effet, si les managers ont eu la possibilité d'hypothéquer l'avenir des entreprises dont on leur avait confiée la direction, en engageant des investissements hasardeux, risqués et contraires à la rationalité économique la plus simple, c'est bien parce que le système de suivi, d'encadrement et de contrôle juridique mis en place n'a pas permis de déceler, encore moins, de prévenir et de redresser à temps ces déviations managériales.

Cette dialectique particulière découle de la séparation de la propriété et de la gestion qu'a connue l'évolution de l'entreprise capitaliste suite à l'arrivée d'investisseurs externes entraînant la disparition progressive de l'entreprise capitaliste pure, où les pouvoirs se concentrent entre les mains de l'entrepreneur, au profit de l'entreprise managériale caractérisée par la dichotomie entre propriétaires et managers. Cette situation caractéristique du capitalisme moderne implique une divergence des objectifs entre les dirigeants et les actionnaires. C'est ainsi, que la réforme de la gouvernance d'entreprise s'est avérée indispensable pour réduire les coûts d'agence résultant de la relation potentiellement conflictuelle entre les actionnaires et les dirigeants, diminuer le risque d'investissement (P. André et E. Schiehl 2004) et améliorer la valeur de l'entreprise, le cas échéant.

Par conséquent, nous assistons ces dernières années à un changement dans les modes de gestion des entreprises. La relation entre les actionnaires, les dirigeants et les divers partenaires est en train de se transformer suite aux multiples modifications de la législation en matière de fonctionnement des sociétés dans différents pays du monde. Dans ce contexte, la gouvernance des entreprises joue un rôle fondamental permettant une contribution positive des entreprises à l'efficacité économique et à la compétitivité du pays.

¹ De nombreux auteurs sont d'accord pour voir dans la crise financière de 2007 une crise de gouvernance et de régulation. Pour une vue d'ensemble sur ce débat, voir « Une analyse subtile d'une crise hors du commun », lettre n°21 de l'AFGE, 2009, voir aussi « la régulation et la gouvernance ont-elles failli ? », E.Loiselet, Banque et stratégie, N°245, 2009. Chatelin et Trébucq, 2003, indique que la faiblesse des mécanismes de gouvernance au sein de ces entreprises, l'opportunisme des dirigeants et l'adoption de stratégies destructrice de valeur étaient les principales causes de ces défaillances.

S'inscrivant dans ce sillage, le Maroc a entamé depuis quelques années, différentes réformes de son système financier, fiscal et comptable et juridique des affaires. L'importance de ces réformes découle principalement des mutations que connaît le Maroc aussi bien sur le plan technologique que sur le plan économique avec une ouverture croissante de ses frontières à travers notamment la construction d'un hub financier. Compte tenu de l'importance du rôle joué par les entreprises dans ce contexte, en tant que moteur de création de richesse, il s'avère intéressant d'étudier l'organisation du pouvoir formel entre le dirigeant, le Conseil d'Administration et les actionnaires. Ces relations de pouvoir seront reprises sous le vocable de la Corporate Gouvernance.

La Corporate Gouvernance des entreprises est dictée tout d'abord par le droit des sociétés mais en sus du cadre légal, il existe aussi des rapports ou codes de bonne conduite ajoutant des recommandations au cadre légal proprement dit. Ces recommandations, communes dans leurs grandes lignes à tous les rapports, traitent les thèmes de la transparence et du fonctionnement du Conseil d'Administration, du choix des administrateurs, du rôle et de l'indépendance du conseil, de la création de comités spécialisés pour éclairer le travail du conseil, de l'éventuelle dissociation des fonctions de Président et de Directeur Général et de leur rémunération. La Corporate Gouvernance est l'un des principaux moyens permettant de réduire les coûts d'agence nés de la relation potentiellement conflictuelle entre les actionnaires et les dirigeants.

A ce titre, les recherches se sont multipliées pour donner les déterminants d'un système de gouvernance efficace et examiner si les différents mécanismes de gouvernance impactent le comportement managérial et la performance des firmes. En effet, avec la mise en perspective de la théorie positive de l'agence. Même s'il est difficile de concevoir une situation où la Corporate Gouvernance n'est pas déterminante pour la compréhension du comportement managérial et la performance des firmes², P. André et E. Schiehl (2004) affirment que la littérature révèle certes, une association entre la qualité de la Corporate Gouvernance et la performance des entreprises, mais que la recherche empirique reste prudente quant à la conclusion d'une relation de causalité entre ces deux concepts³.

² Larcker D. F., Richardson S. A. et Tuna I., 2007, « Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance », Working Paper, Stanford University, p. 1.

³ Bhagat S., Bolton B. J. et Romano R., 2007, « The Promise and Peril of Corporate Governance Indices », Law Working Paper. p. 12.

Au Maroc, la recherche académique sur cette thématique semble être très faible voire pauvre et lorsqu'elle existe, elle traite le sujet uniquement d'un point de vue conceptuel et analytique. Il n'existe donc, à priori, aucune étude empirique sur la gouvernance des sociétés Marocaines et en particulier sur notre principal axe de recherche, à savoir, l'évaluation de la Corporate Gouvernance et son effet sur la performance comptable et boursière des Emetteurs Marocains. Dès lors, nous pouvons, nous poser les questions suivantes : comment mesure-t-on la qualité de la Corporate Gouvernance ? Quelle est la relation entre la Corporate Gouvernance et la performance comptable et boursière des Emetteurs Marocains ? Autrement dit, nous chercherons à répondre à la question suivante : une bonne gouvernance d'entreprise permet-elle de créer de la valeur et une mauvaise amène-t-elle nécessairement à en détruire ?

Au-delà de l'intuition naturelle qu'une performance financière pérenne et une gouvernance de qualité sont liées, l'objectif principal de notre recherche serait de définir une mesure « rating » de la Corporate Gouvernance et de vérifier son impact sur les performances comptables et boursières (CA, EBITDA, Résultat Courant, Marge, ROE, ROCE, cours boursier) des Emetteurs Marocains sur un horizon de 5 ans, entre 2009 et 2013, en partant de l'hypothèse que les Emetteurs mieux gouvernés surperforment par rapport à ceux moins bien gouvernés.

Par ailleurs, nous inscrivons notre projet de recherche dans le courant dominant positiviste car il vise à traduire une perspective objectiviste du monde, « les objets existent naturellement indépendamment de nos expériences », à découvrir des régularités, à comprendre et enfin à expliquer des observations empiriques en mobilisant des théories positivistes. La posture positiviste est ainsi déterminante pour un mode de raisonnement hypothético-déductif qui vise à tester empiriquement des hypothèses à travers une approche quantitative.

Partant du constat qu'il n'existe pas de modèle académique unique de Corporate Gouvernance, en raison de la variété des mécanismes développés par chaque pays pour dépasser les problèmes d'agence résultant de la séparation entre propriété et contrôle, la gouvernance d'entreprise est un système nécessairement différent selon l'entreprise, son actionnariat, sa nationalité,... Nous nous sommes toutefois inspirés des indices et mesures développés par les travaux académiques pour définir un indice de mesure de la qualité de gouvernance des Emetteurs Marocains opérant dans différents secteurs d'activité. Notre étude a retenu des critères tant quantitatifs que qualitatifs, pour construire une grille de notation qui se compose de 31 critères regroupés en 8 catégories représentant l'essentiel des obligations

réglementaires et des recommandations des codes. Ces catégories sont : Structure de Gouvernance, Conseil d'Administration, Administrateur indépendant, Comité d'Audit, Comité de Rémunération et Nomination, Outils de Gouvernance, Droits des actionnaires, Transparence et Diffusion de l'information.

Notre analyse empirique porte sur l'exhaustivité des Emetteurs Marocains ayant eu recours au marché de la dette privée à travers les différentes opérations financières visées par l'AMMC (opération d'appel public à l'épargne, offres publiques visant les titres des sociétés cotées sur le marché boursier ...) sur un horizon de deux années entre fin 2012 et fin 2014. Le choix de cette période est justifié par le fait qu'elle est postérieure à la mise en place des codes de bonne gouvernance et connaît une montée en puissance des exigences des investisseurs dans un contexte marqué par la crise et la suspicion ainsi que l'abondance des titres de par le monde. Ainsi, à partir des pratiques de gouvernance déclarées dans les notes d'information et rapports de gestion annuels des Emetteurs observés, une note de conformité (0 / 1 / 2) est attribuée à chaque critère de la grille selon si les pratiques déclarées sont acceptables ou non. La sommation de ces notes par Emetteur permet de déduire son Scoring-Gov.

Par ailleurs, les recherches académiques analysées font ressortir l'existence de plusieurs facteurs endogènes et exogènes qui déterminent la bonne gouvernance et influence sa relation avec la performance. Il s'agit notamment de : la taille de l'entreprise, le secteur d'activité, la structure de la propriété. Est-ce que ces facteurs impactent également la gouvernance des Emetteurs Marocains ?

En effet, la doctrine étrangère considère que la mise en place d'une gouvernance d'entreprise peut avoir un coût trop élevé pour les petites entreprises et que le fait que le dirigeant soit un actionnaire important dans l'entreprise qu'il gère a pour effet notamment de réduire les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants dans la mesure où il risque de supporter pécuniairement la baisse de performance en cas de mauvaise gestion de sa part (Jensen et Meckling, 1976). Aussi, quand le capital est concentré, les actionnaires majoritaires sont incités à surveiller la direction, car ils supportent une part élevée de la destruction de la richesse (Demsetz et Lehn, 1985 ; Shleifer et Vishney, 1986).

Pour compléter notre raisonnement qui permet de construire la réponse à notre question principale de recherche et en l'absence de base de données des indicateurs de performance des

Emetteurs Marocains, nous nous sommes interrogés sur les indicateurs à considérer pour constituer cette base de données. Au même titre que la Corporate Gouvernance et vu la complexité et les limites de ce concept qui est la performance, il n'existe pas non plus de modèle prédéfini et accepté de tous pour le mesurer. Les études empiriques traitant de la relation entre la Corporate Gouvernance et la performance font apparaître une grande diversité d'indicateurs de performance aussi bien comptables que boursiers. Nous avons opté pour le suivi sur un horizon de 5ans des indicateurs comptables et boursiers suivants : CA, REX, EBE, RNPG, Marge sur EBE, Marge nette, ROE / ROCE, PER, cours et capitalisation boursière

La structure du rapport comprend ainsi deux parties : une revue de la littérature théorique et empirique suivie par une description de la méthodologie de recherche et une analyse et discussion des résultats de l'étude empirique.

Plus précisément, le plan de rédaction adopté est le suivant :

La première partie est organisée en 3 chapitres : le premier chapitre est consacré à un éclairage sur l'histoire de la Corporate Gouvernance, en faisant ressortir une diversité d'outils de gouvernance dans différents systèmes de gouvernance à travers le monde. Le deuxième chapitre traitera quant à lui du cadre conceptuel et théorique de notre recherche qui comprend dans un premier temps une définition des deux concepts qui sont la Corporate Gouvernance et la performance ainsi qu'une définition des théories mobilisées, qui vont nous permettre de comprendre et d'expliquer les relations entre variables, à travers la présentation de deux clés de lecture des grandes théories de la firme : historique et conceptuelle ainsi que des itérations entre les fondements théoriques et les observations empiriques. Les théories mises en perspective dans notre travail de recherche sont principalement la théorie d'agence et dans une moindre mesure la théorie des coûts de transaction qui montrent que les coûts d'agence et de transaction sont dommageables pour la performance des entreprises. Le troisième chapitre donne enfin une analyse des études empiriques traitant de la relation entre la Corporate Gouvernance et la performance ce qui nous permettra de formuler nos hypothèses et construire ainsi notre modèle de recherche.

La deuxième partie porte sur la méthodologie et les résultats de l'étude empirique. Elle se compose également de 3 chapitres : Le premier chapitre porte sur la justification de la posture positiviste et la démarche hypothético-déductive (des hypothèses issues de la théorie seront

confirmées ou infirmées par des tests empiriques) qui permettront d’asseoir dans le chapitre suivant notre protocole d’étude empirique en tenant compte des axes de recherche suivants :

- Cartographie des Emetteurs (taille, secteur d’activité et structure de la propriété) ;
- Indice d’évaluation des pratiques de gouvernance de ces sociétés par rapport à la grille proposée et affectation d’un Scoring-Gov ;
- Choix des indicateurs de performance comptable et boursière ;
- Analyse de la relation entre la Corporate Gouvernance et la performance comptable et boursière.

Soulignons à ce niveau, qu’à travers notre grille d’évaluation des pratiques de gouvernance, nous ne prenons aucune position vis-à-vis du silence de la loi Marocaine ni sur l’imprécision des codes concernant certains outils de la Corporate Gouvernance. Nous avons toutefois, intégré l’avis d’un panel d’experts, à travers, notamment, le rajout de quelques critères de gouvernance à la grille, l’adaptation de la procédure de notation, le suivi d’indicateurs de performance supplémentaires (ROCE, cours boursier...) et de façon plus importante, l’appréciation qualitative de certains critères de gouvernance au regard de leur mise en œuvre par les Emetteurs Marocains observés.

Le troisième et dernier chapitre présente les résultats de la mise en œuvre du protocole de recherche sur l’échantillon de l’étude, à travers, l’exploitation des documents publics (notes d’information, rapports annuels)⁴. Ces résultats sont convergents avec le courant de littérature qui défend l’existence d’une relation positive entre la Corporate Gouvernance et la performance des entreprises en mobilisant les théories dominantes de l’économie organisationnelle. En effet, une Corporate Gouvernance effective réduit l’espace discrétionnaire que les actionnaires et les bailleurs de fonds accordent aux dirigeants, augmentant ainsi la probabilité que les dirigeants investissent dans des projets à forte création de valeur (Shleifer and Vishny, 1997). Ce qui suggère que les entreprises mieux gouvernées réalisent de meilleures performances « opérationnelles » que les entreprises moins bien gouvernées.

Sachant que notre modèle n’est pas parfait, il ne cherche donc pas à expliquer toutes les situations par une relation de cause à effet mais il nous permet de dégager les grandes

⁴ Il est précisé que toutes les informations contenues dans ce rapport ont été rendues publiques par les Emetteurs dans leur note d’information ou rapport annuel, ou dans les notes de recherche publiées par les analystes.

tendances et de constater des corrélations intéressantes et convergentes avec la plupart des travaux académiques qui montrent que la Corporate Gouvernance a un effet significatif sur la performance de l'entreprise et sur sa valeur sur le marché, et ce pour différents contextes et indicateurs de performance.

En guise de conclusion, nous présentons les contributions de la présente recherche. De même, nous soulignerons les limites de notre investigation et nous proposerons des dimensions d'études complémentaires qui pourraient alimenter des sujets de recherche futurs.

PREMIERE PARTIE :
CORPORATE GOUVERNANCE ET
PERFORMANCE, REVUE DE
LITTERATURE

Afin de mieux cerner ses origines et l'évolution de ses diverses formes historiques, nous allons procéder à un retour sur l'histoire de la Corporate Gouvernance en faisant ressortir une diversité d'outils de gouvernance dans différents systèmes de gouvernance à travers le monde.

Nous allons ensuite préciser le cadre théorique de notre recherche à travers une définition des deux concepts qui ressortent de l'intitulé de notre sujet, à savoir la Corporate Gouvernance et la performance afin de dégager le contenu que nous leur donnons ainsi que des théories mobilisées par les travaux académiques traitant de la relation entre la Corporate Gouvernance et la performance.

En effet, pour prédire et expliquer les observations empiriques, la plupart des travaux de recherche explorés font référence aux théories néo-institutionnelles des organisations, dénommées également, théories de l'économie organisationnelle ou théories contractuelles des organisations (TCO) qui regroupent les théories des droits de propriété (TDP), des coûts de transaction (TCT) et de l'agence⁵. En cherchant à comprendre le fonctionnement des organisations et plus, particulièrement des entreprises, ces théories facilitent l'atteinte de l'objectif des sciences de gestion qui est d'aider à la création de valeur.

Enfin, nous allons explorer les travaux de recherche concernant la relation entre la Corporate Gouvernance et la performance des entreprises. Ceci nous permettra de conclure sur les lignes de clivage et les champs de réflexion qui s'interrogent sur l'existence d'une éventuelle relation entre la Corporate Gouvernance et la performance des Emetteurs Marocains.

⁵ Charreaux G., 1998, « La théorie positive de l'agence : lecture et relectures », IAE Dijon-Crego / Latec , p. 2-3.

CHAPITRE I : HISTOIRE DE LA CORPORATE GOVERNANCE

Ce premier chapitre est consacré à un éclairage sur l'histoire de la Corporate Gouvernance en liaison avec les différentes phases du capitalisme depuis le capitalisme familial jusqu'au capitalisme institutionnel (contemporain) en passant par le capitalisme managérial et le capitalisme actionnarial ce qui permet de révéler les différents types d'actionnaires, leurs pouvoirs et leurs limites.

Partant de l'analyse pionnière de Berle et Means « The Modern Corporations and Private Property », nous présentons un diaporama de la structure de propriété et du contrôle dans le monde et faisons ensuite ressortir les outils de gouvernance mis en place en fonction de l'environnement des entreprises. Qu'ils soient dans l'environnement Anglo-Saxon, Européen ou Marocain, ces mécanismes font l'objet de lois et de référentiels de bonnes pratiques de la gouvernance : codes, recommandations et rapportsappelés « soft laws » ou lois souples. Lesquelles pratiques peuvent être édictées par différents organismes : régulateurs, associations des Emetteurs, instituts des administrateurs, comités ...et leur application est régulièrement évaluée.

Section I : Gouvernance et structure de propriété dans le monde

D'un point de vue historique, l'expression Anglaise de *Corporate Governance* est ancienne. Elle est apparue il y a plus d'un siècle en parallèle avec le développement du capitalisme moderne dans les pays Anglo-Saxons.

Le plus souvent, le concept de gouvernance d'entreprise recouvre l'organisation des relations entre les actionnaires, les administrateurs et les dirigeants de l'entreprise. Son contenu a évolué avec les différentes phases du capitalisme et s'est élargi récemment aux relations des dirigeants avec l'ensemble des partenaires de l'entreprise. A ce titre, la gouvernance d'entreprise est une question de société, elle évolue avec les modes de régulation de l'économie. L'histoire de la gouvernance d'entreprise intéresse ainsi le citoyen comme l'économiste ou le sociologue.

1. Evolution de la gouvernance à travers les différentes phases du capitalisme

Aux Etats-Unis, la pratique de la Corporate Gouvernance a subi des mutations tout au long du 20^{ème} siècle. Après l'activisme de la banque industrie dans les années 20 et 30, après le capitalisme de l'actionnaire individuel dans les années 40, après les raids et les LBO funds des années 60 à 80, la Corporate Gouvernance va s'institutionnaliser dans les années 90 sous l'égide des investisseurs institutionnels, premiers détenteurs de valeurs mobilières Américaines. Cette émergence du capitalisme institutionnel actif qui a profondément modifié la Corporate Gouvernance aux Etats-Unis est le produit d'une législation encadrant les droits et les devoirs des principaux acteurs de l'économie Américaine⁶. Plus récemment, durant les années 2002, des scandales financiers aux Etats-Unis (Enron et Worldcom) ont secoué le capitalisme et ont même poussé le gouvernement Américain à ignorer les règles du marché en intervenant dans les affaires en vue d'éviter un marasme économique. Ce qui a conduit à la mise en place de la loi SOX.

L'évolution de la Coporate Gouvernance en Grande-Bretagne a été plus récente et plus rapide qu'aux Etats-Unis. Ce pays avait fait l'objet d'une certaine défiance des investisseurs institutionnels lors de faillites célèbres de plusieurs groupes industriels et financiers (Polly

⁶ L'hélias S., 1997 , « Le retour de l'actionnaire, Pratiques du corporate gouvernance en France, aux Etats-Unis et en Grande Bretagne », p. 11.

Peck, BCCI, Guinness, Maxwell...) qui ont défrayé la chronique outre-Manche durant les années 1980. Ceci a orienté le débat vers la recherche d'un équilibre des pouvoirs entre dirigeants, administrateurs et actionnaires. Pour retrouver leur confiance, le « Cadbury Committe » vit le jour en 1991, dirigé par Sir Adrian Cadbury, ancien Chairman du groupe Cadbury Schweppes. Le poids et la crédibilité de ce comité ont été considérables et le résultat des travaux très attendu dans la City. Son objectif fut de restaurer la confiance du marché, d'améliorer le fonctionnement des Conseils d'Administration, d'établir des règles de conduite des Commissaires aux Comptes et de promouvoir la transparence des comptes des entreprises⁷.

Entre une autorégulation à la Britannique, par le biais de codes de bonne conduite, et une pratique à l'Américaine encadrée par la loi SOX, la France a également trouvé sa voie pour bâtir son propre système de Corporate Governance autour de lois et de rapports.

Quant au contexte Marocain, le débat sur les questions liées à la gouvernance des entreprises a commencé au début des années 1990⁸, particulièrement, avec les réformes ayant touché les marchés financiers et le cadre réglementaire et institutionnel liés à la gestion des affaires. Ce débat a resurgi avec force suite aux scandales ayant secoué les milieux financiers de la place au début des années 2000 (BNDE, CIH ...). Il va sans dire que malgré la concordance de la réglementation en vigueur avec les règles de bonne gouvernance ; le problème est souvent posé avec acuité au niveau des pratiques des entreprises en la matière. Celles-ci doivent s'inscrire plus dans les démarches de bonnes conduites au-delà des contraintes légales et réglementaires.

Par conséquent, le système des réformes institutionnelles et économiques au Maroc⁹ a été particulièrement soutenu au cours de ces dernières années pour adapter le cadre législatif et réglementaire à ce nouvel environnement concurrentiel et accompagner ainsi les efforts des entreprises pour davantage d'efficacité et de compétitivité. S'agissant de la gouvernance d'Entreprise en particulier, un état des lieux a été élaboré à travers l'étude ROSC (ou RRNC) de la Banque Mondiale (2001 – Mise à jour en 2003) et l'enquête menée par la CGEM sur la

⁷ L'hélias S., 1997, Le retour de l'actionnaire, Pratiques du corporate gouvernance en France, aux Etats-Unis et en Grande Bretagne, p.12.

⁸ Rigat M. et Solhi S., 2008, « Structure du capital et gouvernance des sociétés cotés au Maroc », Working Paper, Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales Marrakech, p.10.

⁹ Ministère des affaires économiques et générales et CGEM. 2008, Code Marocain de bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise, Mars, p.7.

gouvernance d'entreprise au Maroc (2005) suivi par les enquêtes lancées par l'AMMC en 2010 et en 2013.

Soutenu par les organisations mondiales (Banque mondiale, OCDE, SFI....) et à l'instar des pays développés et émergents, le Maroc a enclenché plusieurs réflexions sur les relations entre actionnaires, administrateurs et dirigeants ce qui a donné lieu à un éventail de lois et codes alignés sur les benchmarks internationaux et sur les principes de Gouvernance d'Entreprise de l'OCDE tout en s'adaptant au contexte local et aux spécificités du tissu économique Marocain.

Dans ce sillage, l'adoption immédiate de ces principes est incontournable pour maintenir la confiance des épargnants, donner plus de crédibilité à notre place financière et rassurer les investisseurs Marocains et étrangers.

Partout dans le monde, la Corporate Gouvernance ¹⁰ a donc connu un fort développement de son usage au début des années 90, dans de nombreux rapports, thèses, articles ainsi que dans des textes réglementaires. Le droit des sociétés et les textes des organismes de contrôle réglementaire se sont ainsi adaptés aux nouvelles exigences de la gouvernance.

Soulignons, à cet égard que ce concept a de multiples répercussions sur la vie des entreprises et de la société ce qui nous conduit à nous interroger sur ses origines, ses évolutions et ses motivations. Pour tenter d'y répondre, nous traiterons le sujet au travers des différentes phases du capitalisme, sachant que les diverses formes historiques de la gouvernance s'imbriquent entre elles. Les formes passées perdurent, alors même que, progressivement, d'autres formes prennent place majoritairement.

1.1. Le capitalisme familial

Au XIX^e siècle et au début du XX^e, les rapports entre actionnaires et dirigeants étaient très simples, car il s'agissait des mêmes personnes. En effet, les entreprises étaient créées par des familles telles que Wendel, Renault, Michelin -certaines d'entre elles ont laissé leur nom en tant que marque, et leurs dirigeants en étaient les propriétaires. Il n'existait alors par

¹⁰Klein O., 2010, « L'évolution du principe et de la pratique de la gouvernance d'entreprise à travers les différents âges du capitalisme », Le Blog note d'Oliver Klein, Janvier.

construction pas de problème de gouvernance, car ces familles, qui créaient, travaillaient et possédaient leur entreprise, avaient une légitimité à ce que le résultat leur revienne.

1.2. Le capitalisme managérial

Le capitalisme managérial est apparu entre les deux guerres aux Etats-Unis et reposait sur l'émergence d'un nouveau modèle de régulation et de gouvernance des entreprises. Ce changement était dû, d'une part, à une évolution des générations ; les générations créatrices d'entreprises avaient transmis celles-ci à leurs descendants de plus en plus nombreux qui n'en étaient pas tous devenus dirigeants.

Il s'expliquait, d'autre part, par la croissance des entreprises. En effet, les meilleures ont eu besoin d'ouvrir leur capital pour assurer leur forte croissance ce qui a contribué au développement des sociétés anonymes qui permettaient d'avoir des capitaux en provenance d'actionnaires qui n'étaient pas les dirigeants de l'entreprise. Ainsi a-t-on assisté à une séparation au sein de la société commerciale : d'un côté, l'actionnaire propriétaire, de l'autre, la direction. Ce schisme sociétaire qui va dorénavant rythmer le capitalisme moderne sera le détonateur du développement de la Corporate Gouvernance.

L'ouverture du capital de l'entreprise a débouché sur une volonté des actionnaires de pouvoir sortir du capital afin de disposer de liquidités en cas de besoin. On assista dès lors à un appel public à l'épargne et à la création de marchés boursiers pour assurer le développement de l'entreprise. Aujourd'hui aux Etats-Unis, 80 % des entreprises n'ont pas d'actionnaire détenant plus de 10 % des actions. Leur actionnariat est donc très éclaté. Cela a engendré deux conséquences :

- **La dilution de l'actionnariat :**

Cette dilution a conduit à ce qu'aucun actionnaire n'ait un poids fort sur les dirigeants. Plus le capital est éclaté, plus les actionnaires sont nombreux, plus il est difficile pour chacun d'exercer un contrôle réel et efficace sur les dirigeants.

- **La liquidité des actions :**

D'avantage de liquidité a permis aux actionnaires de trouver une liberté qui est de vendre aisément leurs actions ce qui a provoqué une instabilité de l'actionnariat. Les actionnaires ont donc de facto échangé la liberté de la liquidité contre la perte du contrôle des dirigeants de l'entreprise.

- **Les nouveaux dirigeants :**

Les dirigeants d'entreprise se sont progressivement émancipés du contrôle de leurs mandants et ont logiquement imposé un contrôle managérial interne par opposition au contrôle externe des actionnaires. Cela a ouvert la possibilité de divergences entre les intérêts des deux parties. Les actionnaires avaient le droit, qui leur était propre, de nommer les membres du Conseil d'Administration ou du Conseil de Surveillance. Cependant, ils perdaient le contrôle effectif et ne se donnaient pas les moyens d'exiger auprès des dirigeants des objectifs susceptibles de les satisfaire davantage. Au point que, dans de nombreuses sociétés, les dirigeants cooptaient ou cooptent encore purement et simplement les membres de leur Conseil d'Administration ou de Surveillance. Le phénomène s'est répandu partout dans le monde occidental, après la seconde guerre mondiale, avec l'avènement des grandes entreprises qui constituaient de véritables conglomérats.

La figure emblématique des dirigeants n'a ainsi pas cessé de monter pendant les trente années glorieuses. La légitimité des dirigeants venait désormais de leurs compétences, leur figure se transforme¹¹ et, à l'ère des patrons souvent rudes, succède l'ère des diplômés de business Schools Américaines, d'écoles de commerce et d'ingénieurs en France, qui vont chercher à obtenir une place dans la société et qui, pour cela, vont avoir à construire leur image auprès de l'opinion publique. Ils recherchaient la croissance et la pérennité de l'entreprise et fondaient leur pouvoir sur une alliance avec les salariés. Dans ce schéma, l'actionnaire n'avait pas beaucoup de place et l'efficacité réelle de ces grandes entreprises n'était pas tournée vers la valorisation des entreprises pour les actionnaires.

¹¹ Igaliens J. et Point S., 2009, Vers une nouvelle gouvernance des entreprises, Dunod, p. 47.

A ce propos, la crise de 1929 a montré qu'une réglementation des modalités d'appel public à l'épargne des entreprises Américaines s'imposait au niveau fédéral notamment par la création d'une autorité de tutelle, la SEC (Securities and Exchange Commission) qui a donc joué un rôle essentiel dans les rapports entre les actionnaires et les dirigeants, par l'amélioration de la quantité de l'information transmise au marché.

1.3. Le capitalisme actionnarial

A la fin des années 70 et au tout début des années 80, on constate un déclin relatif de la puissance des Etats-Unis vis-à-vis des autres pays développés. L'opinion commune explique alors cette évolution négative par l'existence d'énormes conglomérats d'entreprises difficilement compétitifs. Ceux-ci s'étaient fortement diversifiés pour assurer leur longévité, et leur rentabilité ne constituait pas l'objectif prioritaire. Outre ces analyses de plus en plus prégnantes, on assiste alors à deux phénomènes qui vont bouleverser le jeu et conduire à passer majoritairement du capitalisme managérial au capitalisme actionnarial.

Le premier de ces phénomènes réside dans le rappel du jeu du marché boursier. Ainsi, dans les années 80, pour diverses raisons, la bourse a pris de plus en plus d'importance et le jeu du marché boursier a consisté à ce que les actionnaires retrouvent un poids à travers la possibilité de vendre leurs actions lorsque la rentabilité n'était pas suffisante. Ce qui affaiblissait l'entreprise cotée en bourse, qui pouvait alors faire l'objet d'OPA et constituait alors une sérieuse menace pour les dirigeants. Des acteurs sont ainsi apparus (les « raiders ») pour acheter de grands groupes peu rentables. En les revendant par parties, ils réalisaient des plus-values considérables. La force de rappel du marché boursier pour les dirigeants s'est donc avérée décisive.

Le second phénomène a consisté en un renforcement institutionnel du rôle des actionnaires qui se sont regroupés en association. A ce titre, un rappel à l'ordre des dirigeants par leurs mandants a eu lieu et a conduit précisément à la notion de gouvernance ce qui a permis de rappeler aux dirigeants, par de nouvelles règles du jeu, leur objectif de maximisation de la richesse des actionnaires. Trois effets s'en sont alors suivis :

- Le renforcement du contrôle juridico-institutionnel des dirigeants par les actionnaires, d'où la création de comités d'audit, de comités des rémunérations, comme de comités stratégiques.

- La mise au point de mécanismes d'incitation dans la rémunération des dirigeants, de façon à les associer à l'intérêt des actionnaires; d'où la montée en force des primes variables souvent plus fortes que les rémunérations fixes, des stock-options, etc.
- L'application de sanctions (renvoi des dirigeants), en cas de valorisation insuffisante des actions, bien plus fréquentes qu'auparavant.

Cet âge du capitalisme marque le retour au pouvoir des actionnaires, et l'affirmation du *Corporate Government*. Des normes de rentabilité apparaissent, (Return on Equity (ROE), minimum de 15 %). Apparaît ainsi la théorie de la création de la valeur selon laquelle une entreprise crée de la valeur quand sa rentabilité est supérieure à la moyenne des entreprises du même secteur. Cette théorie comporte bien entendu un paradoxe (puisque toutes les entreprises ne peuvent pas être supérieures à la moyenne) qui s'est ensuite avéré dommageable. Mais elle vise à pousser les entreprises à faire mieux que les autres, donc à plus de compétitivité et de rentabilité, et, à ce titre, elle présente donc des avantages.

1.4. Le capitalisme institutionnel des années 90

Après les raiders des années 60 à 80¹², qui ont pris le contrôle de sociétés sous cotées, sanctionnant ainsi souvent la mauvaise gestion de la direction en place, la Corporate Gouvernance va s'institutionnaliser à partir des années 80 sous l'égide des investisseurs institutionnels¹³, qui deviennent désormais les premiers détenteurs de valeurs mobilières Américaines. Cette émergence du capitalisme institutionnel actif a modifié profondément les rapports entre les actionnaires et les dirigeants.

Aujourd'hui, toutes les grandes sociétés Américaines sont « contrôlées » par des institutionnels, bien que ceux-ci aient généralement une participation très faible. Ils ont donc un pouvoir limité individuellement, mais important s'ils s'unissent dans l'expression de leur mécontentement.

¹² L'hélias S., 1997, Le retour de l'actionnaire, Pratiques du Corporate Governance en France, aux Etats-Unis et en Grande Bretagne, Gualino, p. 105.

¹³ Selon les classifications habituelles, les investisseurs institutionnels (les « zinzins »), regroupent trois types principaux d'institutions : les organismes de placement collectif (OPC), les compagnies d'assurances et les fonds de pension. Le poids de ces différentes institutions financières est très variable selon les pays. Les fonds de pension dominent aux États-Unis tandis que les assurances ont le plus gros portefeuille au Japon ; en France, la première place revient aux fonds mutuels, les OPCVM.

Au cours des vingt dernières années¹⁴, les investisseurs institutionnels sont devenus des acteurs majeurs de l'économie mondiale par l'importance de leurs opérations sur les marchés financiers. Ces investisseurs ont multiplié les prises de participations dans les grandes entreprises et sont en mesure de contrôler de manière parfois décisive la gestion de celles-ci. Leur détention des actions US est passée de 7,4 à 55,6 % de 1950 à 1999.

Toutefois, les marchés des capitaux n'ont pas atteint la même importance dans le financement des entreprises en Europe continentale que dans des pays comme les Etats-Unis ou la Grande-Bretagne. Alors que les entreprises Européennes ont opté le plus souvent pour un financement privé par les grandes institutions financières et notamment par les banques, le pouvoir de ces dernières est plutôt limité dans le paysage du Corporate Governance Américain qui privilégie les mutual fund et les fonds de placement.

Les fonds de pension, qui ont pour vocation de financer les retraites, géraient en 1998 près du tiers (33%) des actifs financiers détenus par les investisseurs institutionnels. Ceux-ci se sont surtout développés dans les pays qui pratiquent les systèmes de retraite par capitalisation, en particulier les États-Unis et le Royaume-Uni. En revanche, dans les pays d'Europe continentale, où prédominent les systèmes de retraite par répartition, les fonds de pension ont un poids encore faible (à l'exception des Pays-Bas et de la Suisse). Les fonds de pension¹⁵ Américains ont ainsi occupé le devant de la scène internationale par l'importance de leurs placements financiers dans l'économie mondiale et par leur activisme en tant qu'actionnaires. Les plus connus sont CALPERS, TIAA-Cref et New York City Pension Fund.

Par ailleurs, les fonds de pension privés et publics ont une caractéristique en commun : celle d'être des « trusts ». Cette structure juridique propre au droit Anglo-Saxon engage la responsabilité du trustee, autrement dit l'administrateur du fond, qui doit gérer les actifs du fond et agir exclusivement dans l'intérêt des bénéficiaires (en l'occurrence les retraités et les salariés). A défaut, le trustee peut être condamné à payer une amende, être interdit de gérer les actifs de tout fonds de pension ou même être condamné à la prison. Ainsi, la position des fonds de pension publics dans l'exercice de leurs droits de vote n'est que l'exécution de leurs obligations légales.

¹⁴ Jeffers E et Plihon D., « investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises », Université Paris VIII, p. 78.

¹⁵ L'hélias S., 1997, Le retour de l'actionnaire, Pratiques du Corporate Governance en France, aux Etats-Unis et en Grande Bretagne, Gualino, p.115-117.

Quant à la politique des investisseurs institutionnels Américains¹⁶ à l'égard des entreprises dont ils sont actionnaires, elle découle également en grande partie des règles qui définissent leurs obligations à l'égard des épargnants. En effet, il s'agit de défendre l'intérêt des épargnants en respectant les principes (prudence, loyauté, contrôle des risques) qui fondent la logique « fiduciaire ». Cette politique actionnariale s'exerce principalement à deux niveaux : en premier lieu, elle vise à amener les entreprises à privilégier un objectif de création de valeur actionnariale autrement dit, il s'agit de maximiser la valeur et le rendement financier du portefeuille géré par les investisseurs. En second lieu, les investisseurs cherchent à imposer aux entreprises des règles de « gouvernement » destinées à faciliter le contrôle des entreprises dont ils sont actionnaires. Ainsi, la généralisation des principes de gouvernance (*Corporate Governance*) dans les entreprises ouvertes au capital étranger serait une conséquence directe de la pression exercée par les investisseurs Américains pour modifier en leur faveur les « règles du jeu » de l'entreprise autrement dit le gouvernement d'entreprise.

Par conséquent, les demandes des investisseurs quant au gouvernement des entreprises portent sur cinq points principaux :

- *Composition du Conseil d'Administration* : le principe général consiste à restaurer la fonction de surveillance du Conseil d'Administration, en tant que représentant de l'intérêt des actionnaires, vis-à-vis des dirigeants de l'entreprise. La réalisation de cet objectif peut être obtenue par la nomination d'administrateurs qui ne soient pas des dirigeants de l'entreprise, ou d'administrateurs totalement indépendants de l'entreprise, par une séparation entre les fonctions de Président et de Directeur Général, et par la mise en place de comités spécifiques au sein du conseil (comités d'audit, de nomination ou de rémunération) ;
- *Droits de vote* : il s'agit notamment de la souplesse des procédures en matière d'exercice du droit de vote et du vote par procuration, susceptibles de faciliter l'exercice du droit de vote pour des actionnaires non résidents, du respect du principe « une action, une voix », et de l'étendue des questions soumises à l'approbation des actionnaires ;
- *Transparence* : l'exigence de transparence porte principalement sur l'utilisation de normes comptables internationales pour la présentation des comptes publiés par les

¹⁶ Jeffers E et Plihon D., « investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises », Université Paris VIII, p. 146 -148.

entreprises, la publication de résultats trimestriels et la publication d'informations concernant la rémunération totale des dirigeants.

2. Pouvoir et limites selon les types d'actionnaires:

2.1. Les principes juridiques :

Les actionnaires exercent leur pouvoir de décision lors des Assemblées Générales des actionnaires¹⁷. Les décisions sont classées en deux types suivant leur importance et les règles de prise d'adoption de la résolution dépendent de cette classification :

- L'Assemblée Générale Ordinaire des Actionnaires (AGO) prend, à la majorité simple des actions représentées, des décisions concernant la gestion ordinaire de la société : approbation des comptes, distribution de dividendes, nomination et révocation d'administrateurs, nomination des Commissaires aux Comptes ;
- L'Assemblée Générale Extraordinaire des Actionnaires (AGE) prend des décisions modifiant les statuts : augmentation de capital, fusion, apport partiel d'actifs, scission, émission d'actions, d'obligations convertibles, de bons de souscription, changement d'objet ou de siège social, à une majorité renforcée (dite « majorité qualifiée »)¹⁸. Suivant les pays et types de sociétés, la majorité qualifiée peut être des 2/3 des voix (pour les sociétés anonymes en France et au Maroc) ou des 3/4 (en Belgique ou en Allemagne, en France pour les SARL).

En tant que détenteurs d'actions ou de titres équivalents, l'actionnaire est le propriétaire financier du capital. Par définition, l'actionnaire investit sur le long terme, puisqu'il ne place aucune échéance temporelle à son investissement, à la différence du banquier, par exemple qui fixe, dès le départ, une date de remboursement pour les sommes prêtées.

En effet, l'actionnaire investit, il prend donc des risques. Il peut perdre les montants investis, puisque, en cas de faillite, l'actionnaire passe après tous les créanciers. Le double objectif de l'actionnaire est par conséquent d'obtenir une rémunération optimale de ce risque, la meilleure rentabilité possible, est de chercher par tous les moyens à limiter le risque encouru.

¹⁷ Vernimmen P., 2016, Finance d'entreprise, Dalloz, p. 909.

¹⁸ Quorum.

Aussi, le moyen de satisfaire ces deux revendications est de verser au plus vite une part maximale de la rémunération sous forme de dividendes, de distribuer tous les bénéfices réalisés. Ainsi, l'actionnaire reçoit le maximum de rétribution, tout en diminuant son risque, puisqu'il récupère les sommes placées dans son activité. Si sa démarche peut sembler normale, elle présente néanmoins l'inconvénient de constituer une « perte de cash » pour l'entreprise, élément fondamental de sa solvabilité et de sa pérennité.

Par ailleurs, un grand nombre d'actionnaires modernes achètent et revendent en réalité leurs positions¹⁹. Là résident les dangers de la financiarisation à outrance, qui distend le lien entre l'entreprise et ses actionnaires.

En effet, les marchés financiers sont devenus le terrain d'élection de ces opérations et ceux qui les gèrent ne sont plus des individus. Ce sont des structures spécifiques, parfois des fonds d'investissement (grand fond souverain, mutual funds, investisseur institutionnels) qui n'envisagent leur statut d'actionnaire d'une entreprise donnée que comme une composante accessoire d'une opération plus importante. Le cas le plus typique d'une telle configuration est celui des achats d'actions par des dettes (les fameux LBO, leverage buy out), elles-mêmes remboursées par les dividendes récupérés. Dans ce genre d'opération, on comprend que l'horizon de décision n'est que le dénouement de la dette financière ; l'insolvabilité n'a pas d'importance si elle ne survient que plus tard ; et le réinvestissement est une dimension résiduelle, intégrée seulement dans la perspective d'une plus-value complémentaire lors de la cession.

Par conséquent la plus ancienne, la plus classique des réflexions, au cœur de la problématique générale, s'articule autour du pouvoir des actionnaires (ou celui des détenteurs de capitaux propres, puisque le raisonnement s'applique à tous les types de sociétés, y compris les SARL). Il convient d'abord de rappeler à ce propos, la limite légale à l'exercice de ce pouvoir en dépit de son évidence : si l'actionnaire est au sommet de la pyramide du pouvoir dans l'entreprise, il ne peut pour autant l'utiliser sans limite.

L'actionnaire principal ne peut ainsi confondre son intérêt personnel et celui de l'entité juridique dont il possède les titres sous peine d'être accusé de détournement de biens. En clair, si l'entreprise dégage du profit, crée de la richesse, l'actionnaire ne peut en profiter

¹⁹ Lamarque E., 2011, Gouvernance et prise de décision. Les questions qui dérangent, Éditions d'Organisation, p. 46-47.

directement car la confusion des deux patrimoines conduit à un délit appelé communément « abus de biens sociaux ».

Pour se prémunir contre un excès de pouvoir des actionnaires, il s'est avéré nécessaire de prendre en compte l'ensemble des parties prenantes que le monde Anglo-Saxon a bien résumé en procédant à un néologisme : « Actionnaire » se traduit en effet en Anglais par stockholders « détenteur d'actions » qui est proche du concept des stakeholders « parties prenantes ».

Toutefois, l'idée dominante de l'approche dite « des parties prenantes » est bien, dans un premier temps, l'intégration des intérêts des actionnaires dans les décisions ce qui est tout à fait légitime. Mais l'entreprise étant aussi un objet social, elle interagit également avec une quantité d'acteurs plus ou moins proches, mais tous concernés par les orientations choisies. Parmi les « parties prenantes » le plus souvent évoquées se trouvent les salariés, les clients, les fournisseurs ; mais aussi les pouvoirs publics, les consommateurs, les citoyens dans leur ensemble.

Dans cette approche, l'entreprise est conçue comme exprimant un intérêt social qui transcende les intérêts particuliers et souvent divergents des salariés, des fournisseurs, des clients, des prêteurs et des actionnaires²⁰. En ce sens, ses dirigeants sont chargés d'une sorte de mission d'intérêt général au service de la collectivité, et non des seuls propriétaires du capital. L'intention n'est pas seulement généreuse, qui oppose à l'âpreté du capitalisme Américain ou Britannique une conception plus large, moins monétaire, moins immédiate, de la valeur créée par l'entreprise : elle justifie l'autonomie, le pouvoir d'arbitrage du management par rapport à chacune des catégories d'ayants-droits. Le pouvoir des actionnaires se dilue ainsi, au moins partiellement, au nom d'un impératif plus noble.

Par conséquent, la position Anglo-Saxonne est évidente et viendra un jour ou l'autre car d'une part, le management a pour seule mission de rendre maximale la valeur de l'entreprise pour ses actionnaires et d'autre part, lui assigner une multitude d'objectifs, d'ailleurs contradictoires et peu explicites, ne peut que le détourner de son devoir premier et contribuer à distendre les moyens de contrôle. D'autre part, l'intérêt social est un concept imprécis, qui comporte un enjeu de pouvoir puisque les dirigeants, au fur et à mesure qu'ils s'éloignent de la définition stricte de l'intérêt des actionnaires, disposent d'une latitude accrue comme le

²⁰ Peyrelevade J., 1999, Le Gouvernement d'entreprise ou les fondements incertains d'un nouveau pouvoir, Economica, p. 45-46.

résume Dominique Schmidt²¹, « intérêt des actionnaires et intérêt de l'entreprise ne se confondent pas : ils se distinguent par la politique sociale qu'ils induisent et par la liberté qu'ils laissent aux dirigeants ».

2.2. Typologie d'actionariat :

Nous allons définir les différents types d'actionnaires qui interviennent dans le paysage financier international dont le poids et les pouvoirs diffèrent d'un pays à un autre²².

Actionariat	Allemagne	Espagne	États-Unis	France	Italie	Royaume-Uni
Éclaté	44 %	28 %	80 %	44 %	22 %	92 %
Familial et fondateurs	24 %	26 %	20 %	34 %	42 %	4 %
État et collectivités locales	6 %	4 %	0 %	14 %	16 %	2 %
Autre société cotée	18 %	24 %	0 %	8 %	14 %	2 %
Institution financière	8 %	12 %	0 %	0 %	6 %	0 %
Autre	0 %	6 %	0 %	0 %	0 %	0 %

Tableau I.1 1 : Actionariat des cinquante premières capitalisations boursières

- **L'actionariat familial**

Nous entendons par actionariat familial, un actionariat constitué par les membres d'une même famille, parfois depuis plusieurs générations qui, souvent regroupés dans un holding commun, voire dans une fondation, exercent une influence sur le management. Ce modèle reste dominant en Europe continentale. Cependant, on peut observer un déclin de ce type d'actionariat pour trois raisons :

- Certains secteurs (télécoms, énergie, banques...) nécessitent de tels capitaux propres qu'ils relèvent plus difficilement du domaine de l'entreprise familiale. Cette dernière correspond plus à des secteurs plus légers et moins risqués (industries de transformation, biens de consommation, distribution, services...) ;
- L'essor des marchés et la rémunération correcte de l'épargne financière démontrent que, sauf exception, il est préférable d'avoir un patrimoine diversifié que de prendre un risque spécifique ;

²¹ Schmidt D., 1996, « Finalité du pouvoir dans les sociétés cotées », Les Echos, 31 Janvier.

²² Vernimmen P., 2016, Finance d'entreprise, Dalloz, p. 910-915. Source : Données entreprises, Thomson One.

- Une tendance à la financiarisation des entreprises familiales qui se traduit par une sortie du groupe familial de plus en plus rapide ou sa dilution dans un ensemble plus vaste qu'il ne contrôle plus.

Certains travaux de recherche ont essayé de déterminer la relation qui pouvait exister entre la création de valeur et l'actionnariat familial. Aussi, B. Maury a-t-il mis en évidence que la performance des entreprises familiales était meilleure que celle des entreprises non familiales. Avoir l'essentiel de sa fortune investie dans une entreprise incite à bien surveiller les dirigeants et motive ces derniers s'ils sont membres de la famille contrôlante.

- **Les fonds d'investissement**

Les fonds d'investissement (private equity²³), financés par des compagnies d'assurances, des fonds de pension, ou des particuliers fortunés, jouent un rôle majeur. Ils sont le plus souvent spécialisés suivant l'objectif de leur intervention : fonds de capital risque, fonds de capital développement, fonds de LBO ou fonds de capital transmission²⁴ et fonds de capital retournement qui correspondent à des stades différents de maturité de l'entreprise. Il existe aussi des fonds correspondant à des actifs bien particuliers comme les fonds d'infrastructure.

Les fonds de capital risque financent des entreprises jeunes qui n'ont pas encore accès aux marchés financiers et pour lesquelles le financement par endettement n'est pas approprié. Certains se spécialisent sur le capital amorçage, d'autres sur le redressement d'entreprises en difficulté (capital retournement) alors que les fonds de capital développement deviennent actionnaires d'entreprises en forte croissance qui ont des besoins de financement élevés.

Quant aux fonds de LBO ou de capital transmission, ils investissent principalement dans des entreprises cédées par un groupe qui se recentre, par une famille où se pose un problème de succession, par un autre fonds qui veut réaliser sa plus-value, ou pour aider la croissance externe d'un acteur dynamique dans un secteur en concentration, voire pour retirer de la Bourse une entreprise : on parle alors d'opérations de public to private (P to P). Ces fonds ont une préférence très nette pour disposer du contrôle exclusif sur la société compte tenu du risque important pris à travers l'effet de levier. Ils s'accordent alors mal d'une cotation boursière d'autant qu'ils recherchent l'intégration fiscale entre le holding de reprise et la cible.

²³ Car ils apportent des capitaux propres sans passer par la bourse.

²⁴ Le rachat de l'entreprise par effet de levier, ou Leveraged Buy-Out en Anglais (LBO).

Cela ne les empêche pas de venir parfois s'introduire eux-mêmes en Bourse. Ces fonds sont également gérés par une équipe de professionnels dont la rémunération est liée à la performance pendant une durée de vie limitée (au maximum 10 ans) à l'issue de laquelle ils seront liquidés. À cette date, l'entreprise aura été revendue, introduite en Bourse, ou la participation aura été reprise par un autre fonds.

En résumé, les fonds d'investissement ont pris une place importante dans l'économie et sont souvent une alternative attractive à la Bourse. Les fonds de LBO notamment sont une réponse efficace aux problèmes d'agences en mettant en place des contrôles importants (reporting strict), des mécanismes d'incitations (participation du management au capital) et de pressions (endettement financier important qui doit être remboursé).

Ils apportent aussi une culture financière axée sur la génération de flux de trésorerie qui permet d'optimiser la gestion du BFR, de limiter les investissements nécessaires à ceux dont la rentabilité est raisonnablement démontrée. Dans ce cadre, ils acceptent de participer à des augmentations de capital pour financer des opérations de croissance externe bien calibrées et qui ont un sens industriel. Pour les dirigeants d'entreprise, ils apportent souvent une capacité d'écoute, de réaction et de conseil sans commune mesure avec celle des investisseurs institutionnels. Ce sont des actionnaires professionnels, actifs, qui ont pour seul objectif la création de valeur et qui alignent l'intérêt des dirigeants sur ce but.

- **Les investisseurs institutionnels**

Généralement ces actionnaires ne détiennent individuellement que des participations très minoritaires (moins de 10 %) dans des entreprises cotées. Leur rôle est cependant majeur : ils définissent dans une large mesure, la valeur boursière de la société car ils constituent l'essentiel du flottant.

Par ailleurs, grâce aux progrès de la gouvernance d'entreprise, ils participent désormais fréquemment aux Assemblées d'actionnaires et ils arrivent à repousser des résolutions proposées par les dirigeants ou à imposer leur point de vue (par exemple chez Nexans en 2014 avec la dissociation des postes de président et de directeur général). Certains, appelés fonds activistes, se sont fait une spécialité de mettre publiquement la pression sur des groupes peu performants, ou mal structurés, proposant des mesures correctives visant à améliorer leur valeur. C'est ainsi qu'en 2015 PSAM a poussé Vivendi à augmenter de 1 Md€ ses dividendes.

C'est une attitude proche de certains hedge funds qui investissent dans des sociétés cotées dont l'actionnariat est susceptible d'évoluer à court ou moyen terme, on dit alors qu'ils sont event driven.

- **Les holdings financiers**

Les grands holdings financiers de jadis (Paribas, Mediobanca, Société Générale de Belgique...), qui jouaient un rôle majeur auprès des entreprises en les finançant, en les aidant à réaliser des opérations de croissance externe pour constituer des grands groupes, ont pour la plupart disparu. Ils étaient en quelque sorte un substitut aux marchés de capitaux, alors déficients. Leur disparition progressive est une autre conséquence du passage d'une économie d'endettement à une économie de marchés financiers.

Aujourd'hui, dans les pays émergents (Corée, Inde, Colombie, Brésil...), de grands conglomérats industriels et financiers jouent ce même rôle (Samsung, Tata, Votorantim...).

- **L'actionnariat salarié**

Certaines sociétés ont introduit leurs salariés au sein de leur actionnariat, souvent pour une faible proportion du capital, parfois pour la majorité de celui-ci. L'actionnariat salarié des groupes Européens représente souvent quelques pourcents (Orange 5,1 %, Saint-Gobain 6,1 %), mais peut être parfois plus important (Stef 16,8% et 26,1% en incluant le management, ou Bouygues 23,3 %). Cet actionnariat, fidèle et peu mobile, est un pôle de stabilité au sein du capital et renforce en général la position du principal actionnaire. Il prend souvent en France la forme d'un plan d'épargne d'entreprise (PEE) avec un abondement de l'entreprise afin d'inciter les salariés à investir en actions de leur propre société (on parlera d'ESOP, Employee Stock Ownership Plan).

Cependant, quelle que soit l'approche choisie et le cas dans lequel on se situe, le caractère privilégié des relations entre l'entreprise et l'actionnariat salarié ne peut pas être éternel. En effet, dans une stricte logique d'opportunité financière, le salarié a intérêt à ne pas investir dans l'entreprise dont il reçoit déjà un salaire, puisque cela accroît le risque de son investissement. Les employés d'Enron et de Lehman Brothers avaient pour beaucoup l'essentiel de leurs économies et également leur fonds de retraite investis dans l'entreprise.

- **Les états et les fonds souverains**

Le rôle de l'État actionnaire se faisait, en Europe, moins important même s'il restait actionnaire minoritaire ou majoritaire de quelques grandes entreprises (ENI, EDF, Deutsche Telekom, SNCF...). Il a connu depuis 2008 un renouveau temporaire puisqu'il a dû nationaliser quelques grandes entreprises pour éviter leur faillite (General Motors, RBS, etc.) ou souscrire à des augmentations de capital pour les aider à traverser une mauvaise passe (ING, Citi, etc.).

Parallèlement, les fonds souverains, créés le plus souvent par des pays émergents à partir de revenus de l'exploitation de matières premières, prennent des participations souvent à long terme dans le capital d'entreprises cotées, normalement avec une pure logique financière, mais leur contrôle étatique, leur taille (souvent de 50 à 500 Md€) et leur opacité inquiètent parfois. En Mai 2014, ils disposaient de l'ordre de 7 000 Md\$, montant en croissance continue. Les principaux sont The Government Pension Fund of Norway (882 Md\$), Abu Dhabi Investment Authority (ADIA, 773 Md\$), Saudi Arabian Monetary Agency (SAMA, 757 Md\$), China Investment Corporation (CIC, 653 Md\$), SAFE (Chine, 568 Md\$), GIC et Temasek de Singapour (497 Md\$), Kuwait Investment Authority (KIA, 548 Md\$), etc. Mentionnons pour la France les fonds d'investissement de BPI France (25 Md\$) et la Caisse des dépôts.

3. Structure de propriété et contrôle dans le monde

Selon l'analyse pionnière de Berle et Means (1932)²⁵, qui faisait suite à la crise de 1929, le problème de la gouvernance des dirigeants est né du démembrement de la propriété, qui s'est produit, au début du siècle, lors de l'émergence de la grande société cotée à actionnariat très diffus, et la concentration du pouvoir entre les mains des dirigeants. Ce démembrement s'est traduit sur le plan juridique par une séparation entre la propriété de la société et la gestion de celle-ci : les dirigeants gèrent une société qui ne leur appartient pas, les actionnaires assument les risques d'une gestion qu'ils n'animent pas. Cette situation inédite ne poserait pas de problème particulier s'il n'y avait pas fondamentalement une divergence d'intérêt entre dirigeants et actionnaires « la séparation des fonctions de propriété et celle de décision est porteuse de conflits potentiels. En effet, si le propriétaire qui engage des fonds personnels dans l'entreprise et qui assume le risque de perdre ses propres fonds, cherche à maximiser son placement, le dirigeant, non propriétaire, pourra, en revanche chercher à maximiser sa propre

²⁵ Berle A.A. et Means G., 1932, *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.

fonction d'utilité. Il cherchera, par exemple, à obtenir la rémunération la plus élevée possible ou à retirer de sa fonction le maximum d'avantages en nature. Autant d'objectifs qui peuvent rentrer en contradiction avec ceux des propriétaires »²⁶.

Par conséquent, ce nouveau schéma aurait provoqué une dégradation de la performance des entreprises et une spoliation des actionnaires à cause de la défaillance des systèmes chargés de discipliner les principaux dirigeants²⁷. La thèse de Berle et Means était alors à l'origine d'un renforcement de la réglementation boursière aux Etats-Unis aboutissant à la création de la Securities and Exchange Commission, chargée de protéger les investisseurs financiers. La question de la gouvernance s'inscrivait ainsi dès l'origine dans une perspective de « régulation » du comportement des dirigeants et de définition des « règles du jeu managérial ».

Durant au moins deux générations, les travaux de Berle et Means ont montré une image de la firme moderne dirigée par des dirigeants professionnels mais qui ne reportent pas correctement aux actionnaires (unaccountable)²⁸. Cette image a dominé l'ensemble des travaux qui se sont succédés et plus récemment, les contributions importantes de Jensen and Meckling (1998) ou Grossman and Hart (1980) au champ de la finance moderne.

Cependant, ces dernières années, plusieurs études ont commencé à s'interroger sur la validité empirique de cette image. Eisenberg (1976), Demsetz (1983), Demsetz et Lehn (1985), Shleifer and Vishny (1986), Morck, Shleifer and Vishny (1988) ont montré que même au sein des grandes firmes Américaines, il y aurait une modeste concentration de la propriété. Holderness, et Sheehan (1998) ont constaté qu'une centaine de sociétés cotées Américaines ont un actionnaire majoritaire détenant plus de 51%. En plus, Holderness, Kroszner et Sheehan (1999) ont constaté que la détention du capital par les dirigeants est plus importante aux Etats Unis aujourd'hui qu'à l'époque où Berle et Means ont fait leur étude.

²⁶Berle et Means parlent de séparation entre « ownership » et « control ». Cette terminologie est ambiguë. La fonction de « control » correspond au pouvoir de prendre les décisions (la fonction décisionnelle). Celle d'« ownership » recouvre l'assomption du risque (qui supporte les pertes et qui reçoit les gains) et la surveillance. Dans la terminologie actuelle, la fonction de propriété inclut trois fonctions, décision, surveillance (évaluation de la performance) et assomption du risque (fonction incitative), ces deux dernières étant parfois regroupées pour constituer la fonction de « contrôle » (par opposition à la fonction décisionnelle). Jensen (1998) et Jensen et Meckling (1992) fondent leurs théories de l'architecture organisationnelle et de la gouvernance sur l'articulation de ces trois fonctions

²⁷ Charreaux G., 2004, « Les théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux », Cahier du FARGO – Centre de recherche en Finance, architecture et gouvernance des organisations, n° 1040101, p.1.

²⁸ La Porta R, Lopez-de-Silanes F et Shleifer A., 1999, « Corporate Ownership Around the World », The Journal of Finance, p. 471- 472.

Dans le même sillage, des études dans les pays riches révèlent une concentration plus significative de la propriété en Allemagne (Edwards and Fisher (1994), Franks et Mayer (1994), Gorton et Schmid (1996)), Au Japon (Prowse (1992), Berglof et Perotti (1994)), en Italie (Barca (1995)) et 7 autres pays de l'OCDE (le réseau Européen de la Corporate Gouvernance (1997)). Dans les économies développées, la propriété est également fortement concentrée (La Porta et al. (1998)). Ces recherches suggèrent que dans plusieurs pays, des compagnies importantes ont des actionnaires importants et que ces actionnaires sont actifs dans les organes de gouvernance (Kang et Shivdasani (1995), Yafeh et Yosha (1996) contrairement à l'idée de Berle et Means qui stipule que les dirigeants ne rendent pas compte « unaccountable ».

Par ailleurs, la Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer (1999) ont utilisé des données sur la structure de propriété de 20 firmes importantes dans 27 pays riches pour identifier l'actionnaire détenant le contrôle de ces compagnies. Les résultats de leurs travaux²⁹ présentent une image différente de la structure de la propriété dans les compagnies modernes comparée à celle suggérée par Berle et Means et qui était largement admise dans la littérature financière car cette image est juste une forme organisationnelle commune des grandes firmes dans les pays du common law dont les Etats Unies. Dès que le champ de recherche sort des Etats Unies et en particulier dans les pays qui ont une faible protection des actionnaires, il s'avère que même les grandes firmes ont tendance à avoir des actionnaires de contrôle. Parfois, l'actionnaire de contrôle est l'état mais plus souvent c'est la famille fondatrice de la firme.

L'étude montre que les actionnaires de contrôle exercent souvent le contrôle sur les firmes qui dégagent le plus de cash « in excess of their cash flow rights ». Il en est ainsi car d'une part, ils contrôlent les firmes les plus importantes à travers des structures pyramidales et d'autre part, ils dirigent les firmes qu'ils contrôlent. Par conséquent, les firmes importantes ont un problème de séparation entre la propriété et le contrôle qui est différent de celui soulevé par Berle et Means car ces firmes sont dirigées par les actionnaires de contrôle et non par des managers professionnels qui ne sont pas propriétaires et qui ne rendent pas compte « unaccountable » aux actionnaires.

²⁹ La Porta R, Lopez-de-Silanes F et Shleifer A., 1999, « Corporate Ownership Around the World», The Journal of Finance, p. 511.

Ces actionnaires de contrôle pilotent et contrôlent le management et ont le pouvoir de faire sortir « expropriate » les minoritaires. Par conséquent, le marché des capitaux est plus diversifié dans les pays qui ont une protection légale des actionnaires minoritaires. Les compagnies à la recherche de capitaux externes vont opter pour les pays ayant un régime légal protecteur des actionnaires minoritaires.

Finalement la structure de la propriété n'est qu'une résultante de l'environnement légal du pays où la compagnie opère dont la réforme est entravée par les actionnaires qui ont le contrôle des grandes compagnies. L'autre partie militante pour la réforme de la Corporate Gouvernance se compose des entrepreneurs qui seraient intéressés par une future émission de capital mais qui n'ont pas la même influence politique que les familles fondatrices des grandes compagnies.

Par ailleurs, les travaux de Randall Morck et Lloyd Steier, Janvier (2005)³⁰ ont tracé l'histoire de la Corporate Gouvernance dans les pays du G7 et autres (le Canada, la Chine, la France, l'Allemagne, le Japon, l'Inde, l'Italie, la Suède, la Netherlands, la Hollande, la Grande Bretagne et les Etats Unies) en consolidant les résultats des études menées par différents chercheurs dans ces pays. Les auteurs expliquent pourquoi dans certaines économies, la gouvernance des plus grandes compagnies est entre les mains de vieilles familles fortunées alors que d'autres, font plutôt confiance ou donnent ce pouvoir aux dirigeants professionnels.

Par conséquent, il n'existe pas de modèle unique de Corporate Gouvernance, car chaque pays a développé une large variété de mécanismes pour dépasser les problèmes d'agence résultant de la séparation entre propriété et contrôle³¹. Selon Jensen and Meckling (1976)³² « une relation d'agence est un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engage une autre personne (agent) afin d'agir en son nom et qui implique la délégation d'un droit de décision (autorité) à l'Agent ». Ceci a induit la mise en place des organes de gouvernance pour limiter ce conflit et donner au principal les moyens de contrôler l'agent dans le cadre des activités de Conseil d'Administration et les différents comités qui en émanent ou par les auditeurs externes.

³⁰ Morck R.K. et Steier L., 2005, «The Global History of Corporate Governance-an introduction», Working Paper, Janvier, Cambridge, p. 1-2.

³¹ Maher M. et Andersson T., 1999, « Corporate Governance : Effects on Firm Performance and Economic Growth », OECD, p.3.

³² 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, October, p. 5.

Il convient de souligner que la gouvernance d'entreprise est un système qui est nécessairement différent selon l'entreprise, son actionnariat, sa nationalité. Il n'est pas de bonne ou de mauvaise gouvernance d'entreprise. Il n'y a que des gouvernances d'entreprise qui permettent ou non, en pratique, de donner confiance aux investisseurs sur la façon dont les décisions sont prises dans l'entreprise dans le respect ou non de cinq principes : l'efficacité, la responsabilité, la transparence, l'équité et l'éthique.

En effet, parmi les différences majeures ³³ entre le système de gouvernance dans les différents pays est l'existence d'incohérence entre la propriété et le contrôle. Tandis que certains systèmes de gouvernance se caractérisent par une propriété dispersée (outsider systems), d'autres ont tendance à concentrer la propriété (insider systems) entre les mains des actionnaires de contrôle qui peuvent être des individus, des holdings familiaux, des blocs d'alliance ou des institutions financières.

Les conflits d'agence peuvent donc être sous deux formes différentes : le premier conflit intervient entre les dirigeants et les actionnaires dispersés (outsider) alors que le deuxième conflit apparaît entre les actionnaires de contrôle (insider) et les minoritaires (outsider). Cette deuxième configuration est beaucoup moins comprise que la première.

En l'absence du principe « une action, un vote », les données sur la concentration de la propriété peuvent soit surestimer ou sous-estimer le contrôle effectif que les actionnaires exercent sur la compagnie du fait que les différents pays ont mis en place plusieurs mécanismes pour séparer la propriété (cash-flow rights) du contrôle (voting).

³³ Maher M. et Andersson T., 1999, « Corporate Governance : Effects on Firm Performance and Economic Growth », OECD, p. 3.

Tableau I.1 2: Classification de la propriété et des droits de vote

	Pouvoir de vote dispersé	Pouvoir de vote concentré
Propriété dispersée	Plusieurs petits porteurs	Plusieurs petits porteurs
	Une action / un vote	Le pouvoir de vote est concentré entre les mains de Blockholders
	Conséquences : dirigeants puissants, faibles propriétaires, prise de contrôle par OPA possible	Conséquences : Blockholders à droit de vote important, faible minoritaires, OPA impossible
Propriété concentrée	Actionnaires importants ou de contrôle	Actionnaires importants ou de contrôle
	Le pouvoir de vote est dilué à travers le vote plafonné	Les droits de vote alignés avec les droits de propriété : une action / une voix ou concentrés à travers d'autres mécanismes
	Conséquences : dirigeants puissants, propriétaires faibles, OPA difficiles	Conséquences : dirigeants faibles, minoritaires faibles, actionnaires majoritaires puissants, OPA possible.

Enfin, A.Shleifer et R W. Vishney (1997)³⁴, constate que les systèmes de Corporate Gouvernance réussis, comme ceux des Etats-Unis, Allemagne et Japon, combinent une protection légale significative des investisseurs (au moins les plus influents) avec un rôle important des grands investisseurs. Cette combinaison les distingue des systèmes de gouvernance dans la majorité des pays où la protection légale des investisseurs est très limitée et qui sont dominés par des familles et actionnaires de contrôle (insider) qui reçoivent très peu de financement externe.

³⁴ Shleifer A et Vishny. R.W., 1997, « A survey of Corporate Governance », Journal of Finance, 52, June, p. 774.

Section II : Des outils de Corporate Gouvernance différents dans des environnements différents

L'organisation de la gouvernance d'entreprise est dictée tout d'abord par le droit des sociétés qui fixe le champ des possibles : prérogatives du régulateur boursier, obligation d'information des sociétés cotées (pactes d'actionnaires...), vote consultatif des actionnaires sur la rémunération des dirigeants, composition du Conseil d'Administration, possibilité de dissocier la fonction de Président du Conseil d'Administration et celle de Directeur Général, transparence sur les conditions de préparation et d'organisation des travaux du Conseil d'Administration et les procédures de contrôle interne (rédaction d'un rapport spécifique sur ce sujet joint au rapport de gestion).

Se sont ajoutées au strict cadre réglementaire et législatif des recommandations regroupées dans des rapports ou codes de bonne conduite diligentés et/ou rédigés selon les pays par les instances patronales, des associations d'investisseurs, des gouvernements ou agences gouvernementales, les bourses, etc..., comme les rapports Vienot et Bouton, de l'AFEP, du MEDEF et de Middledenext sur les rémunérations en France ou Cadbury au Royaume-Uni. Notons que tous ces codes restent des recommandations uniquement et non des textes juridiquement contraignants.

Cependant chaque pays présente des caractéristiques spécifiques fortes dans le fonctionnement de l'entreprise et dans son actionnariat : droits des salariés en Allemagne (mais également Danemark, Autriche ou Suède), rôle des banques au Japon, participations croisées en Italie, actionnariat fortement éclaté au Royaume-Uni ou aux États-Unis, etc....³⁵. Ceci donne lieu à des mécanismes de gouvernance différents selon le type d'environnement dans lequel ils s'exercent. En Europe on distingue le capitalisme libéral financier, c'est le Britannique ; le capitalisme industriel et commercial, c'est celui de l'Allemagne. Les gouvernances sont très différentes dans les deux systèmes. La première est orientée marché alors que la deuxième est orientée réseau (Charreaux : 1997).

Le système de gouvernance Britannique se caractérise par la prééminence de l'Assemblée Générale et la volonté de mettre un contre-pouvoir au management, essentiellement par le

³⁵ Vernimmen P., 2016, Finance d'entreprise, Dalloz, p. 948-949.

biais d'une gouvernance avec dissociation, c'est-à-dire un Président non Exécutif dont le but est avant tout de représenter l'intérêt des actionnaires et un Directeur Général qui est subordonné aux actionnaires. C'est aussi un système de gouvernance orienté marché de la même manière qu'aux Etats-Unis où la bourse joue un rôle important dans la gouvernance des entreprises notamment avec les opérations de prise de contrôle.

Contrairement au système orienté marché, l'approche Allemande de gouvernance est caractérisée par une structure de direction dualiste. En effet, cette dernière comprend le Directoire et le Conseil de Surveillance. Ces deux entités fournissent une séparation entre les fonctions de direction et de contrôle. Les membres du Directoire sont désignés et limogés par le Conseil de Surveillance. Les partenaires les plus importants sont les employés et les actionnaires qui sont très bien représentés dans le Conseil de Surveillance.

Les grandes banques Allemandes sont d'influents partenaires. À part leur rôle de financement, leur influence s'exerce par la détention d'un bloc de contrôle. Contrairement au contexte Américain, il y a peu de restrictions légales à ce que les banques Allemandes aient des participations directes dans des entreprises non financières. Elles jouissent également d'une représentation au sein des Conseils de Surveillance. Les Présidents des Conseils de Surveillance sont parfois des représentants des banques.

Le marché boursier joue un rôle moins important dans les économies orientées réseaux. Dans ce modèle, un marché de contrôle actif est généralement inexistant. En Allemagne, l'influence exercée sur le processus de prise de décision managériale n'est pas réalisée par « la main invisible » du marché boursier mais plutôt *via* « la main visible » du dialogue entre les membres du Directoire et les membres du Conseil de Surveillance sur la table de négociation, selon l'expression de Weimer et Pape (1999). Le système Japonais présente des caractéristiques similaires au modèle Allemand.

La France se situe dans un système de gouvernance intermédiaire qui évolue au fil du temps et où les deux modèles précédents coexistent en s'opposant. Le pouvoir dont dispose le Président Directeur Général est un trait caractéristique de ce système de gouvernance intermédiaire. Il s'agit de la prédilection pour une concentration des pouvoirs (ICMG, 1995). Dans ce système, l'actionnaire minoritaire est susceptible de jouer un rôle important (les administrateurs peuvent être destitués par des actionnaires minoritaires).

L'influence exercée par les employés est également moins institutionnalisée que celle observée en Allemagne. Du fait de la concentration de la propriété en France, le marché boursier joue un rôle économique moins important comparé à celui joué dans le système orienté marché.

1. Systèmes de gouvernance et lois

1.1. Origines de la loi Sarbanes Oxley Aux USA

L'économie Américaine connaît un rythme de croissance soutenu durant les années 90 grâce à l'émergence de la nouvelle économie, la mondialisation et la bonne tenue des marchés financiers. Les entreprises, fortes de valorisation boursière élevée, entreprennent des stratégies à long terme coûteuses. Le nombre des fusions et des acquisitions atteint au cours de ces années des niveaux record.

Cependant, les déséquilibres économiques apparaissent : les sociétés du secteur technologique ayant acheté à prix d'or leurs concurrents se retrouvent finalement dans un marché moins lucratif que prévu. Les valeurs technologiques s'effondrent en 2001 mais les grandes entreprises industrielles annoncent une croissance des profits pour rassurer les investisseurs. Elles utilisent pour cela toutes les possibilités offertes par la comptabilité créative, quitte à manipuler les comptes et à tromper les actionnaires. Ces manœuvres frauduleuses éclatent au grand jour avec une série de scandales aux Etats-Unis : Enron, Worldcom, Tyco... Le continent Européen n'est pas épargné par de tels agissements, la chute de Parmalat interviendra deux années après celle d'Enron. Par conséquent, l'effondrement de ces empires financiers aux Etats-Unis et en Europe a dévoilé de nombreuses failles dans le développement des marchés financiers³⁶.

L'affaire Enron

Enron est né de la fusion en 1985 de deux sociétés Américaines, Houston Natural Gas et Internorth. À l'origine, Enron développe et gère un réseau de gazoducs. Au début des années 90, le groupe Texan se diversifie et devient courtier en énergie. Il devient le premier courtier en énergie au monde, sa capitalisation boursière approche les 70 milliards de dollars. Son chiffre d'affaires atteint 100 milliards de dollars et le groupe emploie 20 000 personnes. Le conglomérat Texan prospère et la presse économique le

³⁶ Vermesse A., 2006, « L'impact de la loi SOX sur les sociétés Françaises », Mémoire Master Management Financier International, ESC Lille, p. 11-15.

consacre comme un modèle de gouvernance d'entreprise Cette prospérité repose essentiellement sur l'acquisition de nombreux contrats et sur la réalisation de placements audacieux. L'activité de lobbying politique, en contribuant au financement des deux principaux partis Américains, s'intensifie car d'eux dépendent l'ouverture de nouveaux marchés. En interne, les opérations spéculatives prises sur les marchés dérivés de l'énergie occasionnent des pertes de plus en plus conséquentes. Les dirigeants d'Enron élaborent alors un système frauduleux à base de malversations comptables, de faux bilans et de documents truqués. Une nuée de filiales implantées dans des paradis fiscaux, comme les îles Caïmans ou les Bermudes, sont créées. Ces pyramides complexes de sociétés offshores emboîtées les unes dans les autres masquent les dettes de la société mère et jouent également le rôle de fournisseurs.

Enron peut ainsi contrôler les prix de l'énergie et augmenter artificiellement son chiffre d'affaires. La situation financière du négociant en énergie se dégrade d'autant plus que le cabinet de certification des comptes Arthur Andersen ne signale pas les manipulations comptables. Arthur Andersen est à la fois auditeur et conseiller d'Enron, activité pour laquelle le conglomérat le rétribue gracieusement. En effet, l'opération de certification des comptes est peu rémunératrice en comparaison à des services de conseil à forte valeur ajoutée. En outre, les journalistes financiers rémunérés par la firme vantent le modèle d'entreprise au lieu de révéler l'opacité des comptes. Le 16 Octobre 2001, Enron annonce une perte de 638 millions de dollars au cours du seul troisième trimestre en raison de charges exceptionnelles de 1,2 milliards de dollars. La SEC, l'autorité de régulation des marchés financiers Américains, ouvre une enquête sur la multinationale pour fraudes et manipulations. Le 2 Décembre, Enron se place sous la protection du Chapitre 11 du code des faillites, devenant la plus grosse faillite de l'histoire des Etats-Unis. En conséquence, plus de 5000 salariés sont immédiatement licenciés, les autres perdent une bonne partie de leurs retraites car celles-ci sont constituées principalement d'actions Enron.

Par ailleurs, Arthur Andersen est reconnu coupable de dissimulation de preuves et d'obstruction à la justice pour avoir détruit de Septembre à Novembre 2001 plusieurs milliers de documents de son client. Cette décision précipite la chute de la cinquième société d'audit mondiale.

Des procédures pénales sont ouvertes contre les anciens dirigeants et le procès débute en 2006. Le 25 Mai, M. Kenneth Lay, le charismatique fondateur d'Enron, est reconnu coupable de fraude et de complot mais il décède d'un infarctus le 6 Juillet avant de commencer à purger sa peine. M. Jeffrey Skilling, l'ancien numéro deux d'Enron, est reconnu coupable de fraudes, complots, fausses déclarations et délit d'initié, ce qui pourrait lui valoir 185 années de prison. Le verdict sera prononcé en septembre 2006. Pour les autres partenaires de l'entreprise, la condamnation d'Arthur Andersen est invalidée en 2005 pour vice de forme. Les grandes banques Américaines qui occupaient les fonctions de conseil, de prêteur, versent aux anciens actionnaires d'Enron des milliards de dollars pour éviter un procès.

L'ampleur des actes frauduleux a considérablement ébranlé la confiance des investisseurs. Les états ont alors doté leur législation de moyens de lutte pour se prémunir contre de nouveaux comportements similaires. Aux Etats-Unis, la loi Sarbanes-Oxley, votée en 2002, instaure des normes strictes pour restaurer la confiance des actionnaires et des autres bailleurs de fonds, modifie en profondeur les règles de gouvernance afin d'assurer la fiabilité des données financières transmises aux investisseurs. Elle est applicable aux entreprises étrangères cotées (extra territorialité) aussi bien qu'aux entreprises US. Les principaux axes portent sur :

- La responsabilisation des dirigeants : certification des comptes par le CEO et CFO et alourdissement des sanctions. Toute irrégularité entraînant une correction des comptes publiés est sanctionnée. Si l'irrégularité était volontairement commise, les dirigeants encourent une peine de vingt ans de prison ;
- La fiabilité de l'information financière : Les entreprises doivent communiquer à l'autorité de régulation la Securities and Exchange Commission « SEC » les principes comptables, les engagements hors bilan ainsi qu'un rapport des dirigeants sur les procédures de contrôle interne et sur les codes d'éthique de l'entreprise ;
- Un Comité d'Audit indépendant avec la présence d'un « Financial Expert » : les entreprises doivent instaurer un Comité d'Audit indépendant, chargé de superviser le processus de vérification. La loi impose en outre une rotation des auditeurs externes. Ces auditeurs ne peuvent offrir d'autres services à la société pour laquelle ils vérifient les comptes que ceux liés à cette activité. Cette interdiction porte notamment sur les services pour la mise en place de système d'information ;

- La création du Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) : ce nouvel organisme de contrôle dépend de la SEC et son rôle consiste à superviser les cabinets d'audit, à établir des normes, à mener des enquêtes et à sanctionner les personnes physiques ou morales qui ne respectent pas les règles³⁷.

Ce cadre réglementaire est complété par les nouveaux principes de gouvernance publiés par le règlement des bourses NYSE et le NASDAQ. Contrairement au système juridique Anglais, le droit des différents Etats Américains a codifié le rôle, les devoirs et les responsabilités du Conseil d'Administration et de ses membres. Les tribunaux jouent également un rôle extrêmement important dans l'interprétation de ces textes³⁸. Chaque Etat Américain dispose d'un droit des sociétés et d'un droit boursier propres, mais au-dessus de ces règles existe un droit boursier fédéral, à l'origine, par exemple, de la création de la SEC et d'une législation importante sur le rôle et les devoirs des administrateurs.

1.2. En Grande Bretagne, des lois souples

Pendant les années 80, plusieurs scandales financiers font apparaître au Royaume-Uni l'absence de contrôle interne et les dangers d'une direction aux pouvoirs excessifs. Dans ce contexte, plusieurs codes successifs, le « Code of Best Practises »³⁹ rédigé par le comité Cadbury en 1992, le rapport Greenbury « Director's Remuneration » en 1995 et le « Combined Code on Corporate Governance »⁴⁰ publié par le Comité Cadbury 2 en 1997, constituent une réponse à ces crises.

Ces codes recommandent un modèle particulier de la gouvernance interne basé sur l'affirmation que les administrateurs externes ou non exécutifs ainsi que les comités spécialisés sont des mécanismes de contrôle déterminants. Ils édictent des principes de bonne

³⁷ Vermesse A., 2006, « L'impact de la loi SOX sur les sociétés Françaises », Mémoire Master Management Financier International, ESC Lille, p.16-17.

³⁸ L'hélias S., 1997, Le retour de l'actionnaire, Pratiques du Corporate Governance en France, aux Etats-Unis et en Grande Bretagne, Gualino, p. 107.

³⁹ Le Comité Cadbury, était composé de membres de la Bank of England, du London Stock Exchange et de la Confédération of British Industry, du Financial Reporting Council, de l'institutional Shareholders Committee, de l'Institute of Directors, de commissaires aux comptes ainsi que d'autres organismes Britanniques importants. En décembre 1992, le comité a publié son « Code of Best Practice » portant sur le contrôle du conseil d'administration, le rôle des commissaires aux comptes, des administrateurs indépendants, et des actionnaires dans la redevabilité des dirigeants (management accountability) et l'amélioration de la qualité de l'information (full disclosure). S L'hélias S., 1997, Le retour de l'actionnaire, Pratiques du Corporate Governance en France, aux Etats-Unis et en Grande Bretagne, Gualino, p. 147-148.

⁴⁰ Le Comité Cadbury 2 a pour mission d'étudier les effets du Cadbury Code of Best Practice ainsi que ceux du rapport Greenbury, d'analyser dans quelle mesure les objectifs recherchés ont été atteints, et de proposer des aménagements pour améliorer les recommandations émises.

gouvernance que les sociétés Britanniques cotées au London Stock Exchange peuvent appliquer ou non. Malgré le caractère volontaire du code, elles sont obligées de présenter dans leur rapport annuel les conditions dans lesquelles sont ou ne sont pas appliqués les principes de gouvernement d'entreprise en vigueur. Les sociétés Britanniques cotées apportent ainsi des explications sur les relations avec les auditeurs ou sur la mise en place de comités spécialisés. Elles fournissent également des informations détaillées sur les rémunérations individuelles. Depuis l'instauration de ces codes, la dissociation des fonctions de Président du Conseil et de Directeur Général devient la règle au Royaume-Uni pour éviter une trop forte concentration des pouvoirs. De même, le Conseil d'Administration établit un système de contrôle interne dont il doit, au moins une fois par an, évaluer le caractère effectif.

L'autorégulation étant un principe fortement défendu par les acteurs de la City⁴¹, peu de nouvelles lois ont été adoptées pour modifier le comportement des dirigeants, des actionnaires et des Commissaires aux Comptes. A leur place, des codes de bonne conduite semblent avoir bien rempli leur mission. L'adhésion aux normes des codes devient alors un instrument de « rating » selon les uns et de marketing selon les autres. En effet, ne pas y adhérer met l'entreprise à l'écart et la rend plus vulnérable aux attaques des actionnaires et des analystes financiers.

En revanche, il existe des divergences sur la gouvernance d'entreprise entre le Royaume-Uni et les Etats-Unis. D'abord, au Royaume-Uni, bien qu'elle ne fasse que l'objet d'une suggestion du « Combined Code » la séparation des fonctions du Président de Conseil d'Administration et Directeur Général pour les sociétés cotées devient la norme. Selon une étude du cabinet KPMG, 88% des 350 premières sociétés Britanniques opèrent la distinction. Par contre, aux Etats-Unis, dans 75% des entreprises de l'indice S&P 500, le Président et le Directeur Général sont la même et unique personne. Cependant, depuis quelques années, les investisseurs institutionnels Américains demandent de plus en plus la séparation de ces deux fonctions et ce mouvement est entrain d'atteindre la France également (cas Danone ...). Des études quantitatives ont démontré que les sociétés Américaines avec un Chairman et un CEO

⁴¹ L'hélias S., 1997, Le retour de l'actionnaire, Pratiques du Corporate Governance en France, aux Etats-Unis et en Grande Bretagne, Gualino, p.148.

séparés avaient une performance dépassant celles où ces pouvoirs étaient cumulés entre les mains d'une même personne⁴².

Ensuite, au Royaume-Uni, les Codes édictent des principes, des recommandations alors qu'aux Etats-Unis le législateur intervient, notamment avec la loi Sarbanes-Oxley.

Enfin, le droit Anglais laisse toute liberté en matière de constitution du Conseil d'Administration⁴³ tandis que les droits Français et Marocain limitent le nombre d'administrateurs salariés pouvant siéger au conseil. Cependant, pour éviter la constitution de Conseils d'Administration trop incestueux, le Code Anglais recommande que la majorité des administrateurs soit indépendants (indépendant non executive directors) et n'aient aucun intérêt direct ou indirect avec la société. Il faut noter également que les personnes morales ne peuvent pas être administrateur. Ainsi seules les personnes physiques, en leur nom propre, peuvent siéger au Conseil d'Administration ce qui est très différent du droit Français et Marocain.

1.3. Allemagne, dominance des syndicats

En Allemagne, la séparation des pouvoirs est assurée de fait par la forme juridique des sociétés. La structure du conseil à deux niveaux, le Directoire et le Conseil de Surveillance, permet d'emblée la distinction des fonctions et évite l'immixtion des administrateurs opérationnels au niveau de la direction. L'existence d'une structure duale a rendu moins urgente la définition d'une gouvernance d'entreprise Allemande. La loi sur le contrôle et la transparence dans l'entreprise entrée en vigueur en 1998, appelée loi KonTraG, en a posé les bases.

En 2002, le Code Allemand de gouvernement d'entreprise, appelé le « Deutsche Kodex », vise à rétablir la confiance des investisseurs locaux et étrangers sur les marchés des capitaux Allemands. Il comprend des règles statutaires essentielles pour le management et la surveillance des entreprises Allemandes cotées. Les entreprises doivent mentionner dans une déclaration de conformité si elles ont adopté ou non les recommandations du Code. Le non-

⁴² Rechner P.L. et Dalton D.R., 1991, « CEO Duality and Organizational Performance : A Longitudinal Analysis », *Strategic Management Journal* n°12, p. 189.

⁴³ L'hélias S., 1997, Le retour de l'actionnaire, *Pratiques du Corporate Governance en France, aux Etats-Unis et en Grande Bretagne*, Gualino, p. 149.

respect de ces principes n'aurait pas de conséquences juridiques mais probablement des conséquences financières comme la détérioration du cours de Bourse. En outre, une seule autorité autonome, la BAFin, regroupe les trois instances chargées du contrôle de la Bourse, des banques et des assurances.

1.4. En France, système intermédiaire

En raison de la généralisation croissante de la séparation entre propriété et direction de l'entreprise cotée, la qualité du gouvernement d'entreprise et sa transparence sont devenues, aux États-Unis puis en Europe, et notamment en France, un élément important de la valorisation de l'entreprise vis-à-vis du marché.

Afin de réformer le système de gouvernance, plusieurs lois se sont succédées, traitant de thématiques différentes :

- L'efficacité des conseils : La loi NRE (2001) s'appliquant à toutes les sociétés anonymes y compris les sociétés non cotées, quelle que soit leur taille, y compris les PME à l'exception des SAS, sociétés par Actions simplifiées. Cette loi stipule : la limitation du nombre des mandats pour une personne physique ; la possibilité pour les administrateurs d'accéder aux informations nécessaires au bon exercice de leur mandat ; la possibilité de séparation : Président du Conseil d'Administration / Directeur Général dans les SA classiques et la création de la fonction de Directeur Général Délégué.
- Evaluation des procédures de contrôle interne : La loi LSF (2003) a concerné initialement toutes les SA (sauf les SAS) limitée en 2005 (loi Breton) aux sociétés cotées ; Elle stipule « Le Président du Conseil d'Administration rend compte, dans un Rapport à l'Assemblée Générale des méthodes appliquées pour organiser les travaux du conseil ainsi que des procédures de contrôle interne mises en place par la société ».
- La loi Breton pour la confiance et la modernisation de l'économie du 26 juillet 2005 a renforcé la transparence de la rémunération des dirigeants. La loi Breton renforce l'information des actionnaires sur le détail des rémunérations des dirigeants, en imposant d'insérer dans le rapport de gestion d'une part, une description, en les distinguant, de tous les éléments (fixes, variables et exceptionnels) composant ces rémunérations et avantages, ainsi que des critères en application desquels ils ont été calculés ou les circonstances en vertu desquelles ils ont été établis et d'autre part, une mention des engagements de toute nature pris par la société au bénéfice de ses

mandataires sociaux, correspondant à des éléments de rémunération, des indemnités ou des avantages dus ou susceptibles d'être dus, en raison de la prise, de la cessation ou du changement de ces fonctions ou postérieurement à ceux-ci. Le rapport doit encore préciser les modalités de détermination de ces engagements. Enfin, la loi Française impose aux Commissaires aux Comptes d'attester spécialement dans leur rapport l'exactitude et la sincérité des informations du rapport de gestion relatives aux rémunérations des dirigeants.

- Responsabilisation des administrateurs sur les risques : La loi du 3 Juillet 2008 (concernant les sociétés cotées) stipule que le Président du Conseil d'Administration rend compte, dans un rapport joint au rapport de gestion de la composition, des conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil, ainsi que des procédures de contrôle interne et de gestion des risques mises en œuvre par la société, en détaillant notamment celles des procédures qui sont relatives au traitement de l'information comptable et financière. Lorsqu'une société se réfère volontairement à un code de gouvernement d'entreprise, le rapport précise les dispositions qui ont été écartées, et les raisons pour lesquelles elles l'ont été. Si une société ne se réfère pas à un tel code, ce rapport explique les règles retenues en complément des exigences requises par la loi et explique les raisons pour lesquelles la société a décidé de n'appliquer aucune disposition de ce code de gouvernement d'entreprise. (concept du *Comply or Explain*).
- Création du Comité d'Audit : L'ordonnance du 8 Décembre 2008 a transposé la directive 2006/43/CE du 17 Mai 2006 dite 8^{ème} directive sur le contrôle légal des comptes et a été prise sur le fondement de l'article 32 de la loi du 3 Juillet 2008 portant diverses dispositions d'adaptation du droit communautaire des sociétés. Elle prescrit la création d'un Comité d'Audit et donne par ailleurs un cadre légal à la pratique, puisque 72% des sociétés cotées avaient déjà un Comité d'Audit. Ce comité est alors chargé, sous la responsabilité exclusive et collective du Conseil d'Administration ou de Surveillance, d'assurer le suivi du processus d'élaboration de l'information financière. Il s'assure également du suivi de l'efficacité des systèmes de contrôle interne et de gestion des risques, du contrôle légal des comptes annuels et le cas échéant des comptes consolidés par les CAC. Il veille également à l'indépendance des CAC, émet une recommandation sur ces derniers proposés à la désignation par l'AG (ou équivalent). Il rend compte régulièrement au Conseil de l'exercice de ses missions et l'informe sans délai des difficultés rencontrées. Le Comité doit comporter

au moins un administrateur indépendant présentant des compétences particulières en matière comptable ou financière.

- Equilibre Hommes Femmes dans les Conseils d'Administration : La loi Zimmermann Copé du 27 janvier 2011⁴⁴.
- Le « say on pay » : Bien que relevant l'utilité du droit souple, le conseil d'Etat relevait qu'« un récent rapport parlementaire préconisait notamment de recourir à la loi pour imposer un vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants », d'ores et déjà recommandé dans le code AFEP-MEDEF de Juin 2013⁴⁵. La Commission Européenne va en ce sens et propose deux votes des actionnaires sur la rémunération des administrateurs : l'un, contraignant et triennal, sur la politique de rémunération à l'instar du nouveau régime Britannique adopté en 2013⁴⁶, et l'autre, annuel et consultatif, sur les montants effectivement accordés. l'AFEP et le MEDEF recommandent, dans la nouvelle version de leur code de gouvernement d'entreprise publiée en Juin 2013, la mise en place d'un vote annuel consultatif des actionnaires portant sur les éléments de la rémunération due ou attribuée au titre de l'exercice clos à chaque dirigeant mandataire social. Sur le plan normatif, ces dispositions de la proposition de directive ont une portée obligatoire et devraient donc être transposées dans la loi Française une fois le texte adopté par le Conseil et le Parlement Européen. En revanche, le Rapport 2014 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants souligne qu'il convient de faire une distinction entre l'information des actionnaires sur les rémunérations des dirigeants mandataires sociaux et les éléments de rémunération soumis au vote des actionnaires.

1.5. Au Maroc

Le Maroc a connu également sa part des scandales financiers d'envergure à travers les cas du CIH et BNDE qui ont étonné le marché financier par les flagrantes malversations au niveau

⁴⁴ Voir infra, p. 59

⁴⁵ AMF, 2014, Rapport 2014 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, p. 33-34.

⁴⁶ Le Royaume-Uni a récemment fait évoluer sa réglementation dans le cadre d'un amendement à l'Enterprise and Regulatory Reform Bill. La politique de rémunération des dirigeants mandataires sociaux pour les trois années à venir est dorénavant soumise à un vote triennal et contraignant des actionnaires alors que les montants précis des rémunérations perçues individuellement par les dirigeants mandataires sociaux au cours de l'exercice précédant l'Assemblée Générale sont, quant à eux, soumis à un vote annuel consultatif des actionnaires. Ces nouvelles dispositions sont applicables depuis le 1^{er} Octobre 2013.

des publications des informations, des communiqués de presse et en matière de respect des droits des actionnaires minoritaires⁴⁷.

L'affaire de la BNDE a éclaté suite au litige opposant la banque aux actionnaires minoritaires de la BMAO. La BNDE a acheté la BMAO sans négocier avec les actionnaires minoritaires de cette dernière. La banque a proposé le cours de l'action sans prendre en considération les droits de cette catégorie d'actionnaires. Un autre scandale de la BNDE est celui des publications d'informations avec certifications. Les Commissaires aux Comptes de la banque avaient certifié des comptes et des rapports qui ne reflétaient pas la réalité, on parle ici de la créativité comptable. Les écarts de gestion n'ont jamais été révélés par les rapports des Commissaires aux Comptes. Les responsables de la banque « menaient en bateau » toute la communauté d'investisseurs sans que personne ne s'en rende compte. La banque dégageait des résultats positifs, distribuait des dividendes, octroyait des crédits ... alors que sa situation financière réelle ne le permettait plus. Il y a eu tout simplement certification et publication d'informations fausses, ce qui est totalement interdit par la réglementation boursière. En plus, la note d'information publiée, agréementée par l'AMMC, comportait une attestation du Conseil d'Administration et des Commissaires aux Comptes alors qu'elle comportait des informations mensongères.

Concernant le CIH, le cabinet d'expertise comptable qui exerçait pour le compte de la banque pendant plusieurs années, ne divulguait pas l'information exacte. Le PDG et les hauts responsables de la direction centrale octroyaient des crédits excessifs et non conformes aux dispositions prévues par la réglementation bancaire en vigueur.

Au Maroc, une seule loi est mise en vigueur, quelle que soit la dimension de l'entreprise et son actionnariat, grande entreprise ou PME, cotée en bourse ou familiale. S'agissant des fonctions et des pouvoirs des organes d'administration, la loi N°17-95 relative aux sociétés anonymes du 30 Août 1996, Article 69 définit la responsabilité opérationnelle du Conseil d'Administration « le Conseil d'Administration est investi des pouvoirs les plus étendus pour prendre en toutes circonstances toutes décisions relatives à la réalisation de son objet social au

⁴⁷ Rigar M. et Solhi S., 2008, « Structure du capital et gouvernance des sociétés cotés au Maroc », Working Paper , Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales Marrakech, p.11.

nom de la société sous réserve des pouvoirs attribués par la présente loi aux Assemblées d'Actionnaires ».

La loi N°20-05 du 23 Août 2008 relative aux sociétés anonymes, Article 69, a modifié les attributions du Conseil d'Administration en lui conférant une responsabilité stratégique et une responsabilité de contrôle « Le Conseil d'Administration détermine les orientations de l'activité de la société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux Assemblées d'Actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent. Le Conseil d'Administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns ». Cette loi a également introduit la possibilité de séparer entre le Président du Conseil d'Administration et le Directeur Général avec la création de la fonction de Directeur Général Délégué.

Les mécanismes de gouvernance, qui découlent de cette loi ainsi que de la loi bancaire 34-03 relative aux établissements de crédit et organismes assimilés, seront développés dans la partie relative à la description de l'indice de mesure de la qualité de la gouvernance des Emetteurs Marocains.

2. Les recommandations : lois, codes, rapports et leur évaluation

A cette série de mesures législatives et réglementaires visant à améliorer la gouvernance des entreprises, leur contrôle interne et leur gestion des risques, s'ajoutent les bonnes pratiques et recommandations, qualifiées de « *Droit Souple ou Soft Law* » qui est omniprésent en droit international, au sein de l'union Européenne comme en France et qui n'impose à ses destinataires que l'obligation de motiver leur décision lorsqu'ils s'en écartent, ou de la justifier « *comply or explain* ». L'ensemble des codes a été mis en place dans les années 2000 sous l'impulsion des pouvoirs publics, des entreprises de marché ou des associations représentant les Emetteurs. Tous les pays Européens revoient régulièrement leurs codes de gouvernement d'entreprise afin d'y intégrer les meilleures pratiques en termes de gouvernance d'entreprise.

S'agissant des rédacteurs du code, on constate que plusieurs modalités distinctes ont été choisies selon les pays Européens. Ainsi, la rédaction du code a été confiée à une commission ou un groupe ad hoc qui peut être institué par les pouvoirs publics – c'est le cas de l'Allemagne ou des Pays-Bas –, ou à l'association représentant les Emetteurs – c'est le cas de

la France ou de la Grèce, ou au régulateur – c’est le cas du Royaume-Uni, du Portugal ou de l’Espagne, ou enfin à l’entreprise de marché – c’est le cas du Luxembourg ou de l’Italie⁴⁸.

Nonobstant, l’organisme en charge de la rédaction du code, les différentes parties prenantes concernées par le gouvernement d’entreprise (Emetteurs, investisseurs, pouvoirs publics, cabinet d’audit, avocats, professeurs d’université...) participent à la rédaction du code dans une très large proportion des pays. En Allemagne, les salariés (ou leurs représentants) sont également associés au processus d’élaboration du code. De manière générale, la composition du groupe de travail en charge de la rédaction du code est publique et permet d’apprécier la diversité des parties prenantes impliquées.

Par conséquent, les bonnes pratiques de gouvernance sont édictées par différents organismes sous forme de rapport, code et recommandations « Soft Laws » plutôt que des lois. Ces organismes pourraient être classés selon les catégories suivantes :

- Les régulateurs : SEC, OCDE, AMF, AMMC ;
- Les associations représentatives des Emetteurs : AFEP-MEDEF, CGEM, ICGN ;
- Les instituts d’administrateur : ECGI, IFA, IMA ;
- Les comités : rapport Viénot I et II, rapport Bouton en France et en Grande Bretagne le Cadbury et Greenbury report ;
- Les agences conseil en vote : ISS, Proxy advisers...

Les principales recommandations en matière de gouvernance d’entreprise convergent autour de quelques thèmes forts : le dualisme de la structure de gouvernance, la transparence du fonctionnement du Conseil d’Administration ou de Surveillance et la rémunération des dirigeants, le rôle du conseil et sa composition, son mode de fonctionnement, les comités spécialisés, l’exercice du pouvoir de l’actionnaire en assemblée.

2.1. Structure de gouvernance : dualisme et ses limites

A la différence des Etats-Unis, adeptes du système moniste de Chairman et CEO, le Royaume-Uni est le pays de référence du système du Président non Exécutif du Conseil (Chairman) et du Directeur Général Exécutif (Chief Executive Officer). Ainsi que le rappelle Saint-Geours, « la bonne pratique, très recommandée, interdit de désigner l’ancien CEO

⁴⁸AMF, 2014, Rapport de l’AMF sur le gouvernement d’entreprise et la rémunération des dirigeants, p. 28-29.

comme Chairman : 95% des entreprises du FTSE 100 se conforment à cette recommandation ». Cette règle repose sur l'analyse selon laquelle on ne peut être à la fois juge et partie. Le conseil remplissant, entre autres, une fonction disciplinaire, cette fonction ne saurait être remplie dans de bonnes conditions si le président n'est autre que le principal dirigeant de l'entreprise. Ici encore, c'est l'indépendance qui est le principe fondateur de la bonne pratique.

La loi Française donne la possibilité de séparation entre Président du Conseil d'Administration et Directeur Général dans les SA classiques et la création de la fonction de Directeur Général Délégué. Elle dispose que « le Président du Conseil d'Administration organise et dirige les travaux de celui-ci, dont il rend compte à l'Assemblée Générale. Il veille au bon fonctionnement des organes de la société et s'assure, en particulier que les administrateurs sont capables de remplir leur mission ». La recommandation du code AFEP-MEDEF prévoit que « lorsque la société choisit de dissocier les fonctions de Président et de Directeur Général, les missions confiées, le cas échéant, au Président du Conseil en sus de celles conférées par la loi, doivent être décrites⁴⁹.

En dépit des anomalies importantes de la structure moniste et des problèmes fondamentaux que cette formule pose au niveau de la gouvernance sociale, force est de constater son adoption par la majorité des sociétés. Malgré ses nombreux atouts liés principalement à l'unicité de commandement et à l'efficacité de prise des décisions, il est cependant évident que la formule moniste pose des risques sérieux au niveau de la séparation des pouvoirs et de l'efficacité des contrôles. De ce fait, plusieurs auteurs sont d'accord pour attacher au fonctionnement harmonieux du modèle concentré, la nécessité de corriger la tendance naturelle du PDG au despotisme et aux excès de pouvoirs par l'intégration au Conseil d'Administration de personnalités compétentes et indépendantes, d'esprit et de caractère, afin de contrebalancer la surpuissance du Président et d'équilibrer le système de gouvernance.

2.2. Le conseil : au cœur du système de gouvernance

Le Conseil d'Administration⁵⁰ est l'organe principal de la gouvernance, il en est même l'organe légal et l'essentiel des codes de bonnes pratiques portent sur lui. Il a retenu

⁴⁹ AMF, 2014, Rapport de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, p. 44

⁵⁰ Le Conseil d'Administration (board of directors) Américain résulte d'une pratique Anglaise. Elle date de la période coloniale où les personnes qui géraient une société s'asseyaient sur des tabourets autour d'une planche

l'attention des chercheurs et des praticiens afin de créer le cadre le plus efficace pour contrôler le dirigeant en termes de composition, de structuration et d'activités. La première fonction de la gouvernance dans une approche orientée investisseur, comme nous l'avons déjà souligné plus haut est de fournir une assurance pour les actionnaires de l'entreprise contre des pratiques destructrices de valeur de la part des dirigeants et des arbitrages rentabilité-risque déséquilibrés. Le conseil a donc une double fonction : disciplinaire et de contrôle.

- **Rôle, mission et responsabilité :**

En Assemblée Générale Ordinaire, les actionnaires nomment, révoquent et décident de la rémunération des administrateurs. En Assemblée Générale exceptionnelle, les actionnaires valident les orientations stratégiques à travers leurs votes ainsi que toutes les opérations affectant le capital et indirectement le financement. Selon les principes de gouvernance d'entreprise publiés par l'OCDE en 2004 « *Un régime de gouvernement d'entreprise doit assurer le pilotage stratégique de l'entreprise et la surveillance effective de la gestion par le Conseil d'Administration, ainsi que la responsabilité et la loyauté du Conseil d'Administration vis-à-vis de la société et de ses actionnaires* ».

D'après les professeurs Champeau et Jean Paillusseau, l'entreprise est entendue « comme un ensemble de moyens en capital et en travail destiné à assurer la production de biens et de services. Il s'agit donc de l'intérêt d'un organisme économique, point de rencontre de multiples intérêts ». Chaque membre de l'organe de gouvernance doit agir en toute circonstance dans l'intérêt social de l'entreprise. C'est ainsi que les professeurs Cozian et Viandier affirment que « l'intérêt social ne se confond pas nécessairement avec l'intérêt des associés, qu'ils soient majoritaires ou minoritaires ; la société a un intérêt propre qui transcende celui des associés ». Cette distinction entre intérêt de la personne morale et intérêt des associés semble résider essentiellement dans le principe selon lequel « la société est une personne morale indépendante de la masse des personnes physiques qui la composent ».

posée sur deux chevalets, d'où le nom de board. Celui qui présidait ce groupe, et qui n'avait pas à s'asseoir sur un tabouret mais sur une chaise est devenu le Chairman. L'hélios S., 1997, Le retour de l'actionnaire, Pratiques du Corporate Governance en France, aux Etats-Unis et en Grande Bretagne, Gualino, p.107.

- **Organisation et fonctionnement du conseil :**

Au Maroc comme en France, le Conseil d'Administration reste une instance collégiale qui représente collectivement l'ensemble des actionnaires de façon collective et indivise. Un administrateur ne dispose individuellement d'aucune autorité.

Les deux codes de gouvernance Marocains et Français s'accordent sur le fait « qu'il n'est pas souhaitable, compte tenu, de la grande diversité des sociétés cotées, d'imposer des modes d'organisation et de fonctionnement formalisés et identiques à tous les Conseils d'Administration. L'organisation des travaux du conseil comme sa composition doivent être adaptées à la composition de l'actionnariat, à la dimension et à la nature de l'activité de chaque entreprise. Il en va de même pour les circonstances particulières qu'elle traverse. Chaque conseil en est le meilleur juge et sa première responsabilité est d'adopter le mode d'organisation et de fonctionnement qui lui permet d'accomplir au mieux sa mission.

- **Composition :**

Le Conseil d'Administration, organe fondamental du système de gouvernance des sociétés, n'a cependant de valeur qu'à travers le travail, la compétence et l'implication de ses membres. Praticiens, auteurs et régulateurs sont aujourd'hui unanimes sur le rôle essentiel des administrateurs dans le jeu social. Le rapport Bouton 2002 indique que « la première des qualités d'un conseil se trouve dans sa composition : « des administrateurs intègres, comprenant correctement le fonctionnement de l'entreprise, soucieux de l'intérêt de tous les actionnaires, s'impliquant suffisamment dans la définition de la stratégie et dans les délibérations pour participer effectivement à ses décisions, qui sont collégiales, pour ensuite les soutenir valablement. ». Ce rapport définit le conseil comme étant « un savant dosage de compétence, d'expérience et d'indépendance au service de l'intérêt de la société et de ses actionnaires ».

Ce sont les mêmes principes directeurs qui sont adoptés par le code Français AFEP-MEDF de Juin 2013 avec une précision supplémentaire relative à l'équilibre Homme - Femme. En effet, la loi Zimmermann Copé du 27 Janvier 2011 fixe que la proportion des administrateurs de chaque sexe ne peut être inférieure à 40 % dans les sociétés cotées et dans celles présentant depuis trois exercices consécutifs un Chiffre d'Affaires ou un total de Bilan d'au moins 50

Millions d'euros et un nombre moyen d'au moins 500 salariés permanents ; La mise en vigueur de cette loi implique 7000 à 8000 postes d'administrateurs à féminiser.

- **Administrateur : profession, charte....**

« Expérience, expertise, réseau, les administrateurs ne sont pas là seulement pour approuver les comptes en fin d'exercice. Ils doivent également apporter une plus-value à l'entreprise ». Ce propos de D. Lebègue, Président de l'IFA, résume une tendance clé de la gouvernance d'entreprise : la montée en puissance des administrateurs dans le système de gouvernance des sociétés anonymes à travers, à la fois, le renforcement du niveau d'exigences qui s'impose à eux, ainsi que des moyens qui leur sont accordés⁵¹. D. Lebègue rajoute que « Le nouveau modèle du conseil est celui d'une organisation qui requiert un portefeuille de compétences pour maximiser sa contribution à l'entreprise ». Les sociétés comprennent que pour renforcer leurs performances et rester viables, leur management a besoin d'être épaulé par un conseil dynamique et compétent. D. Lebègue confirme que « le dirigeant est très seul pour prendre des décisions, les administrateurs lui apporte un conseil compétent et éclairé »⁵².

C'est ainsi que l'on a assisté à l'émergence de notions nouvelles, et quelque peu originales, car assez inhabituelles jusqu'alors dans la thématique des administrateurs. On se met en effet à évoquer les notions de « devoir de compétence », « devoir de professionnalisme » et « devoir d'expertise ». Le rapport Bouton, 2002 indique que « on ne saurait trop insister sur la compétence et l'expérience, qui sont les qualités premières des administrateurs. Ils doivent maîtriser les enjeux stratégiques des marchés où intervient l'entreprise, ce qui implique qu'ils aient une réelle connaissance de ses métiers ».

L'exercice d'un mandat d'administrateur implique donc des droits et des obligations dont les règles sont publiées par l'Institut Français des Administrateurs sous forme de charte qui contribue ainsi à la qualité du travail des administrateurs en favorisant l'application des principes et bonnes pratiques de gouvernement d'entreprise que commandent l'éthique et l'efficacité. Ces devoirs supposent de la part de l'administrateur un engagement en termes de temps « L'administrateur doit consacrer à ses fonctions le temps et l'attention nécessaire. Il

⁵¹ Sbai S. E., 2012, « La société anonyme Marocaine et la Corporate Gouvernance », Thèse de Doctorat, Université Mohamed V, Faculté des sciences juridiques économiques et sociales à Rabat, p. 276-278.

⁵² Lebègue D., 2006, Président de l'IFA, « Conseil d'Administration : comment développer sa valeur ajoutée ? », Le Journal du Management, Novembre.

s'assure que la charge de ses mandats d'administrateur lui laisse une disponibilité suffisante, particulièrement s'il exerce par ailleurs d'autres fonctions exécutives ».

En Coporate Gouvernance, selon le Professeur Pascal Vienot, les sept pêchés d'un administrateur sont : l'absence, la passivité, l'oubli de l'intérêt social, la sous-évaluation des risques, le manque d'éthique, le manque de rigueur et l'incompétence.

Pour Henri Lachmann, Président du Conseil de Surveillance de Schneider Electric, la première qualité d'un administrateur est « l'impertinence courtoise ».

En effet les sept vertus d'un administrateur sont : le courage, le discernement, l'autonomie, la transparence, la solidarité, l'accountability (rendre compte) et l'implication.

Toutefois, l'application des règles régissant les responsabilités civiles et pénales des administrateurs n'est pas encore bien en place.

- **Administrateur : personne physique ou morale ?**

L'administrateur d'une société Française ⁵³ou Marocaine (contrairement au droit Anglo-Saxon) peut être une personne physique ou une personne morale. Certaines sociétés ont un Conseil d'Administration exclusivement composé, à l'exception du Président Directeur Général, de personnes morales.

Les personnes morales sont souvent nommées au conseil lorsqu'elles détiennent une participation significative dans la société. Pourtant cette situation considérée comme normale n'est pas sans risques. D'abord, le représentant de la personne morale risque de défendre ses intérêts catégoriels (qui peuvent être contraires aux intérêts de la société, notamment lorsque celle-ci est concurrente) au détriment de l'intérêt de tous les actionnaires. Ensuite le représentant risque également d'être obligé de rendre compte des décisions au conseil de la société qui l'emploie, ce qui peut alourdir les procédures de fonctionnement du conseil dont il est membre. Enfin, la personne morale risque de servir de bouclier et de déresponsabiliser son représentant. En effet, lors des catastrophes financières, le nom de l'actionnaire institutionnel, membre du Conseil d'Administration est cité par tous mais pas de son représentant qui

⁵³ L'hélias S., 1997, Le retour de l'actionnaire, Pratiques du Corporate Governance en France, aux Etats-Unis et en Grande Bretagne, Gualino, p. 77-78.

siégeait au Conseil d'Administration et donc participait activement aux réunions et aux délibérations.

- **Droit des administrateurs à l'information :**

L'article 106 de la loi NRE stipule que « chaque administrateur reçoit toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission, et peut se faire communiquer tous les documents qu'il estime utile ». Un administrateur ne peut plus se prévaloir de ne pas avoir été informé pour s'exonérer d'une responsabilité : c'est maintenant une FAUTE pour un administrateur de ne pas avoir réclamé la dite information. La législation Marocaine ne prévoit pas l'équivalent de cette loi ;

Sur le principe, les travaux du conseil sont organisés par le Président qui prépare et envoie les documents nécessaires selon l'ordre du jour et les décisions à prendre. Il n'existe pas de liste légale. Dans la pratique l'administrateur a la possibilité de demander toute information pertinente avant la séance, tout complément d'information en séance et le renvoi d'une décision en cas d'information insuffisante. Il est impossible d'opposer la confidentialité à un administrateur qui y est lui-même tenu.

Par ailleurs, il est nécessaire d'acter dans le procès-verbal tout constat de refus de communication d'information avec la possibilité de demander l'annulation de la délibération d'un conseil quand l'information est insuffisante.

- **La responsabilité pénale :**

Aux Etats-Unis, en Grande Bretagne, ainsi que dans un grand nombre de pays Européens⁵⁴, le législateur a choisi des sanctions civiles et donc pécuniaires plutôt que l'approche pénale. A contrario en France et au Maroc, la responsabilité pénale des dirigeants est souvent engagée par le législateur pour sanctionner leurs actes fautifs.

La philosophie de la loi repose donc sur le caractère dissuasif de la sanction pénale qui empêcherait ainsi les dirigeants d'agir en despotes et de spolier les actionnaires. Si la loi

⁵⁴ L'hélias S., 1997, Le retour de l'actionnaire, Pratiques du Corporate Governance en France, aux Etats-Unis et en Grande Bretagne, Gualino, p. 64.

pénale fonctionne très bien pour certains cas particuliers, force est de constater qu'il existe un bon nombre de situations où la conduite et les décisions d'un dirigeant sont répréhensibles sans pour autant être aujourd'hui considérées comme illégales.

- **Administrateur Indépendant :**

Aux Etats-Unis, le concept a été introduit depuis plus de 50 ans, il a été progressivement généralisé puis imposé par la loi SOX ; Dans ce pays, les postes d'administrateurs ont été pendant longtemps monopolisés par les Managers de l'entreprise, donnant lieu à l'appellation d'administrateur exécutif. Cette surreprésentation de cette catégorie d'administrateurs était possible car la loi Américaine ne limite pas, à la différence de la loi Française et Marocaine, le nombre de salariés dans les Conseils d'Administration. Mais cette modalité aboutissait à un contrôle inefficace selon le point de vue des actionnaires. Le système s'apparentait à un procédé d'autocontrôle puisque les administrateurs qui étaient censés surveiller le management étaient eux-mêmes des managers de l'entreprise. Ils étaient donc contrôleurs de leurs propres diligences et de fait ne se censuraient pas aisément. Ils se préoccupaient plus de leurs intérêts corporatistes et personnels que de la défense de l'intérêt des actionnaires.

Par la suite, les réformes législatives et réglementaires Américaines (Sarbanes-Oxley, règlement des bourses NYSE et NASDAQ), adoptées suite aux scandales financiers du début des années 2000 (Enron, Worldcom, etc.) contribuent à fixer le concept d'indépendance aux États-Unis. Le NYSE se fonde sur l'affirmation d'un principe, précisé par des exclusions spécifiques qui servent à réfuter l'indépendance dans certains cas prescrits. Au niveau du principe, les règles du NYSE précisent que le conseil doit, de façon affirmative, déterminer et faire connaître les administrateurs indépendants et justifier ce choix. Ces règles ne donnent pas de définition générale de l'indépendance, mais suggèrent que cela inclut les administrateurs qui n'ont pas de « relations importantes » avec l'entreprise. Il s'agit de relations commerciales, industrielles, bancaires, de conseil juridique, comptables, charitables, familiales, contractuelles...Au niveau des exclusions spécifiques, les règles énumèrent plusieurs types de situations où l'administrateur sera présumé ne pas être indépendant.

Les autorités du NASDAQ demandent aussi que les Conseils d'Administration des sociétés de

la cote soient composés d'une majorité d'administrateurs indépendants. Un administrateur indépendant est censé ne pas avoir de relation avec la société ou tout type de relation pouvant affecter sa liberté de jugement.

La loi SOX impose également la création d'un Comité d'Audit composé uniquement d'administrateurs indépendants, qui sera directement responsable de la nomination, la rémunération et la surveillance du travail des auditeurs comptables et financiers externes à la société.

En résumé, une association de fait a été réalisée aux Etats-Unis entre la qualité d'un administrateur indépendant et une position extérieure à l'entreprise.

En Europe, la Grande Bretagne est la première à se doter d'un code de gouvernance avec le rapport Cadbury publié en 1992, qui prône la mise en place de directeurs non-exécutifs. Il est attendu de ces derniers qu'ils portent un jugement indépendant sur des questions de stratégie, de performance, de finances, d'évènements déterminants et de règles de conduite. L'absence de relation avec le *management* signifie que l'administrateur indépendant doit être dégagé de toute relation d'affaires ou autre qui peut interférer avec l'exercice de son jugement. Le rapport du comité Greenbury de 1995 fait suite au rapport Cadbury en insistant davantage sur la question des rémunérations.

Finalement, le rapport Hampel ou *combined code*, en 1998, discute de manière intéressante la question de l'efficacité de la gouvernance, en soulevant le problème de l'instrumentalisation des bonnes pratiques. L'importance des administrateurs indépendants est de nouveau affirmée, mais sa définition est laissée à la libre appréciation des conseils, en fonction de ses propres caractéristiques. Higgs (2003) proposera dans cet esprit le principe « se conformer ou expliquer ».

En résumé, même si une plus grande souplesse est laissée au conseil sur l'appréciation de la qualité des administrateurs, le principe d'une position extérieure à l'entreprise de ces derniers est également affirmé.

En ce qui concerne les pays de tradition juridique civiliste, il est intéressant de souligner l'approche adoptée en Allemagne et en France. Le code Allemand de Corporate Gouvernance est en effet le seul code de Corporate Gouvernance qui ignore totalement le concept

d'administrateur indépendant. Le code renforce les devoirs et les qualités des administrateurs sans distinguer une catégorie particulière d'administrateurs. Le modèle d'administration indépendante semble ainsi avoir été rejeté parce qu'il n'était pas transposable dans l'organisation juridique particulière des sociétés anonymes Allemandes⁵⁵. Un auteur soulignait à cet égard que « l'exemple Allemand montre que l'on peut s'affranchir de la notion d'administrateur indépendant, un concept qui apparaissait pourtant comme incontournable, tant la convergence internationale est importante à son égard ».

En France, la notion d'administrateur indépendant est apparue peu de temps après le rapport Cadbury, les premières recommandations officielles datant de 1995 avec la publication du premier rapport Viénot. Les principes exposés plus haut sont alors globalement importés, mais un débat naît pour savoir dans quelle mesure ils doivent être appliqués. En France comme au Maroc, le problème de surreprésentation éventuelle des directeurs opérationnels salariés dans les Conseils d'Administration, ne pouvait, et ne peut, se poser dans les mêmes termes que dans les pays Anglo-Saxons. La législation Française, qui limite le nombre d'administrateurs salariés, en est la cause. Le nombre d'administrateurs salariés dans les conseils est ainsi limité et ne peut dépasser un tiers des membres. Les critères relatifs à l'indépendance de l'administrateur ne peuvent donc être standards et uniformes et s'apparenter sans changement à ceux des pays Anglo-Saxons.

Signalons toutefois que le défaut d'indépendance des administrateurs leur a été souvent reproché. Le capitalisme des copains est souvent évoqué lors de la découverte de scandales financiers comme les affaires de Vivendi et Rhodia. Par conséquent, sous la pression des investisseurs institutionnels, relayés par les régulateurs, les entreprises cotées se sont progressivement conformées aux exigences formulées.

Les définitions adoptées se caractérisent globalement par l'adoption de critères négatifs : un administrateur est reconnu indépendant à partir du moment où il est exempt d'un certain nombre de liens et d'intérêt, qui vont être plus ou moins précis, selon les différents rapports.

⁵⁵ Sbai S. E., 2012, « La société anonyme Marocaine et la Corporate Gouvernance », Thèse de Doctorat, Université Mohamed V, Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales à Rabat, p. 348.

Le rapport Vienot II (1999) recommande que le conseil doit être formé par au moins un tiers d'administrateurs indépendants rapidement porté à la moitié par le rapport Bouton (2002) bien que les administrateurs doivent avant tout être « compétents, actifs, présents et impliqués ». La recommandation du Medef (2003) indique « la moitié des membres » dans les sociétés au capital dispersé dépourvu d'actionnaire de contrôle.

Selon le rapport Bouton (2002) « Un administrateur est indépendant lorsqu'il n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement ». Le code AFEP-MEDEF, adopte la même définition et souligne que « la qualification d'administrateur indépendant doit être débattue par le comité des nominations et revue chaque année par le Conseil d'Administration avant la publication du rapport annuel ».

En outre, il est prévu qu'il « appartient au Conseil d'Administration, sur proposition du comité des nominations, d'examiner au cas par cas la situation de chacun de ses membres au regard des critères énoncés ci-dessous, puis de porter à la connaissance des actionnaires dans le rapport annuel et à l'Assemblée Générale lors de l'élection des administrateurs les conclusions de son examen ». Ce code précise que « le conseil peut estimer qu'un administrateur ne remplissant pas les critères [...] est cependant indépendant ».

La construction du concept d'indépendance, bien qu'elle demeure sans effet juridique, a reçu cependant une large adhésion du monde des affaires. Les grandes sociétés Françaises, soucieuses de leur image, se sont empressées d'introduire des profils indépendants dans leurs Conseils d'Administration. Néanmoins la démarche manque souvent de fond et s'inscrit plutôt dans une démarche « marketing » qui ne reflète pas la réalité pratique et qui est donc destinée surtout à donner l'illusion d'une bonne gouvernance, d'autant plus que les entreprises sélectionnent souverainement les critères d'indépendance qui leur conviennent.

L'expérience Marocaine au sujet de l'indépendance des administrateurs, sera évoquée dans le cadre du protocole de recherche en terme de référentiel (loi, codes...) et discutée plus loin au niveau de l'étude empirique.

En revanche, il est très rare que les codes de gouvernance incluent des recommandations relatives à la compétence des administrateurs, à l'exception des membres des comités d'audit

pour lesquels, les codes recommandent que leurs membres doivent être à la fois indépendants et compétents en matière comptable et financière. La contrepartie de l'indépendance risque ainsi bien souvent d'être une méconnaissance du secteur d'activité de l'entreprise au conseil de laquelle siège l'administrateur. A cela s'ajoute, le fait que la fonction d'administrateur n'est pas une fonction exercée à temps plein. Certains administrateurs indépendants siègent ainsi au conseil de plusieurs entreprises, quand ils ne sont pas eux même dirigeants d'une grande entreprise cotée. A l'asymétrie de l'information s'ajoute alors le manque de temps pour préparer les séances du conseil et étudier les documents fournis ce qui amène plusieurs pays à limiter le nombre de mandat à 3 ou 4 mandats.

- **Administrateur référent :**

Il est parfois nommé Vice-Président ou le Lead Independent Director en Anglais. Il s'agit d'un administrateur indépendant qui joue un rôle de leader parmi ses collègues indépendants avec des pouvoirs particuliers, reconnu dans les statuts, à savoir :

- Consultation et force de proposition sur l'ordre du jour du Conseil ;
- Réunion du Conseil en dehors de la présence de la Direction Générale ;
- Préparation du remplacement du PDG en cas de constat de performance insuffisante ;
- Animation du dialogue avec les autres administrateurs indépendants ;
- Organisation des échanges avec les actionnaires ;
- Participation d'office aux travaux du Comité d'Ethique / Nomination / Gouvernance ;
- Résolution des Conflits d'intérêts.

Cette pratique est largement répandue dans les milieux Anglo-Saxons et commence à être adoptée en France. Dans son rapport 2014 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, l'AMF considère que la nomination d'un administrateur référent constitue une des modalités intéressantes de prévention d'éventuels conflits d'intérêts, tout particulièrement en cas de cumul des fonctions de Président du Conseil et de Directeur Général. A cet égard, selon l'AMF, il est important que les sociétés qui ont décidé de mettre en place un administrateur référent lui reconnaissent des pouvoirs et des moyens adaptés à ses missions, notamment celui de convoquer un conseil, et que ceux-ci soient formalisés et transparents.

2.3. Les Comités Spécialisés

Les comités les plus répandus sont le Comité d'Audit et le Comité des Rémunérations et Nominations. La stratégie étant l'affaire du conseil, il n'est à priori pas nécessaire de dédier un Comité Spécialisé. Ces comités n'ont pas d'existence juridique propre et indépendante car ils sont de simples émanations du conseil. Tout administrateur peut appartenir à un ou plusieurs comités du conseil à l'exception du Comité d'Audit (et pour une fraction seulement des membres) sans qu'une qualification particulière ne soit requise. La participation à un comité n'est pas obligatoire mais une fois membre, l'administrateur doit apporter la diligence nécessaire à ses travaux.

- **Comité d'Audit**

Le rôle et les responsabilités du Comité d'Audit doivent être décrits dans les termes de référence. Il est également recommandé au Comité d'Audit de décrire ses activités et conclusions dans le rapport annuel de l'entreprise.

La directive Européenne du 17 Mai 2006 a prescrit la création d'un Comité Spécialisé chargé de suivre l'élaboration et le contrôle des informations comptables et financières pour toutes les entités d'intérêt public. Elle a été transposée en droit Français par l'ordonnance du 8 Décembre 2008. Les Comités d'Audit existent aux Etats-Unis depuis 1940, date à laquelle la SEC en a recommandé la création dans les entreprises cotées. Depuis le vote de la loi Sarbanes Oxley, les Comités d'Audit sont obligatoires dans ces entreprises et leurs compétences ont été élargies, en particulier à la responsabilité directe du choix, de la désignation, de la rémunération et de la supervision des auditeurs. Liée à ce renforcement du rôle et de la responsabilité du Comité d'Audit, l'exigence d'indépendance de la totalité des membres du comité est imposée par la loi.

Au vu des différences affectant les deux systèmes de droit des sociétés, la mise en place de ces comités ne revêt pas la même signification en France comparé aux Etats-Unis. En effet, en France, le Conseil d'Administration est institué à titre collégial, il a donc des droits et des responsabilités collégiales. Ceci implique que les administrateurs, que ce soit à titre individuel ou en petits groupes, ne disposent pas des pouvoirs du Conseil d'Administration. En

conséquence, les comités ne peuvent avoir qu'un rôle consultatif alors que dans la conception Américaine, ces derniers engagent leur responsabilité vis-à-vis des actionnaires.

Par ailleurs, la désignation des Commissaires aux Comptes par le Comité d'Audit semble également souhaitable pour parvenir à une réelle maîtrise des risques par les administrateurs. De nouveau, l'ordonnance du 8 Décembre 2008 semble en retrait et émet uniquement « une recommandation sur les Commissaires aux Comptes proposés à la désignation par l'Assemblée Générale ou l'organe exerçant une fonction analogue ».

- **Comité des Rémunérations et Nominations**

S'agissant du Comité des Rémunérations, le conseil doit établir un comité composé d'administrateurs non-exécutifs dont la majorité doit être indépendante. Le rôle et les responsabilités du Comité des Rémunérations doivent être décrits dans des termes de référence. Il est recommandé de maintenir une « communication appropriée » avec les actionnaires sur les questions de rémunération, soit directement, soit à travers le conseil. Il est ainsi recommandé que le conseil publie une politique de rémunération claire, compréhensible et détaillée, en ligne avec les objectifs stratégiques de long terme de l'entreprise. Un rapport annuel sur la rémunération doit décrire les critères d'attribution de toutes formes de rémunération des administrateurs et du Président Directeur Général (assurance, primes en cas de licenciement).

Le rapport Bouton (2002) propose une réunion périodique des administrateurs (ni salariés ni mandataires sociaux) hors la présence des administrateurs internes pour évaluer les performances du Président du Conseil d'Administration, réfléchir à l'avenir du management et valider les recommandations du Comité des Rémunérations.

Le code AFEP MEDEF affirme que « la rémunération est fonction du travail effectué, des résultats obtenus, mais aussi de la responsabilité assumée ». « Elle peut aussi dépendre de la nature des missions qui lui sont confiées » d'où la nécessité d'une évaluation.

2.4. Les outils consacrés à la gouvernance

- **Le règlement intérieur : outil du Conseil d'Administration**

Le rapport Bouton (2002) recommande que le règlement intérieur du conseil devrait préciser :

- Les cas d'approbation préalable par le Conseil d'Administration, dont il arrêterait les principes qui pourraient être d'ailleurs différents selon les branches concernées de l'entreprise ;
- Le principe selon lequel toute opération significative se situant hors de la stratégie annoncée de l'entreprise devrait faire l'objet d'une approbation préalable par le Conseil d'Administration ;
- Les règles selon lesquelles le Conseil d'Administration est informé de la situation financière, de la situation de trésorerie ainsi que des engagements de la société.

Selon le rapport Bouton (2002), l'ensemble de ces règles ne porterait pas uniquement sur les opérations externes d'acquisition ou de cession, mais aussi sur les investissements importants de croissance organique ou les opérations de restructuration interne.

Le Professeur Pascal Vienot précise que le règlement intérieur est rédigé par le conseil et formellement accepté par ses membres. Il traite au minimum des éléments suivants :

- Information : contenu, fréquence, format..
- Comités spécialisés : création, composition, fonctionnement ;
- Processus de décision : votes ; ...
- Compte Rendu : délai, niveau de détail ;...

Et surtout

- Répartition des pouvoirs entre les dirigeants ;
- Délégation de pouvoirs au Président ou Directeur Général en matière d'investissement, de désinvestissement et de financement avec définition des domaines nécessitant l'approbation du conseil...

- **Evaluation du conseil :**

L'évaluation du Conseil est une bonne pratique récente encore peu développée car il est plus facile de discuter de la fréquence des réunions que de la contribution personnelle de chaque administrateur. En France la loi du 4 Juillet 2008 pour les sociétés cotées exige que « dans les sociétés ...le Président du Conseil d'Administration rende compte dans un rapport, des conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil, ainsi que des procédures de contrôle interne et de gestion des risques mises en place par la société. ». A travers le monde le pourcentage des sociétés cotées mettant en œuvre un processus d'évaluation en 2005 se présente comme suit :

Tableau I.2 1 : Sociétés cotées mettant en œuvre un processus d'évaluation

	Conseil d'Administration	Président	Administrateurs
USA	85%	89%	42%
UK	86%	80%	73%
France	52%	32%	23%
Allemagne	75%	42%	5%

Source : Korn / Ferry International

Par ailleurs, le code Français AFEP-MEDF de Juin 2013 recommande ce qui suit :

- Une fois par an le Conseil d'Administration doit consacrer un point de son ordre du jour à un débat sur son fonctionnement ;
- Une évaluation formalisée doit être réalisée tous les trois ans au moins. Elle peut être mise en œuvre, éventuellement sous la direction d'un administrateur indépendant, avec l'aide d'un consultant externe ;
- Les actionnaires doivent être informés chaque année de la réalisation des évaluations, et des suites données ;
- Il est recommandé que les administrateurs extérieurs à l'entreprise se réunissent périodiquement hors la présence d'administrateurs internes.

Dans son dernier rapport sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, l'AMF recommande notamment aux sociétés de procéder, autant qu'il est possible, à une évaluation du fonctionnement du conseil et de préciser la façon dont cette évaluation a été menée, notamment s'il a été fait appel à un intervenant externe. L'AMF encourage les

sociétés à communiquer sur les résultats de cette évaluation, ainsi que sur les suites et plus particulièrement les pistes d'amélioration qui pourraient être envisagées par la société. Aux Etats-Unis, les Conseils d'Administration doivent être évalués une à deux fois par an.

2.5. Droits des Actionnaires

Le Professeur Pascal VIENOT estime que les bonnes pratiques en devenir concernant l'écoute des actionnaires consistent à :

- Reconnaître leur existence ;
- Permettre à chacun de s'exprimer ;
- Prendre conscience des divergences : Institutionnels vs Famille, Dirigeants vs Passifs familiaux, Générations, Cultures ; ...
- Identifier les attentes : Rentabilité, Revenus, Liquidité... Emplois, Horizon temporel, Considération.

Parmi les thèmes issus de l'Ecoute d'actionnaires familiaux, on peut citer les exemples suivants :

- IPSEN (2001) : accepter ou non que le laboratoire fasse de la recherche médicale fondamentale ;
- BEL (2007) : accepter ou non une proposition d'investissement imposant des contraintes financières lourdes ;
- Wendel : accepter ou non le passage d'un métier d'industriel à un métier de Private Equity ;
- Peugeot (2009) : choisir entre la création d'un leader (alliance avec Mitsubishi), avec dilution, ou conserver le contrôle en votes.

2.6. Transparence et diffusion de l'information

Stratégiquement, l'information se situe au centre du processus de contrôle. Elle le conditionne et détermine son efficacité. C'est de la fiabilité de l'information, de sa complétude et de sa pertinence que dépendra l'efficacité du contrôle mis en œuvre. L'information des actionnaires est ainsi considérée comme le moyen le plus pertinent pour permettre aux actionnaires de contrôler le dirigeant et de le contraindre à gérer dans une optique conforme à l'intérêt social.

L'amélioration et l'élargissement des droits d'information vont ainsi être analysés comme un facteur de régulation économique de l'entreprise par un réajustement des pouvoirs, en particulier, le pouvoir de contrôle de la gestion de la société au profit des apporteurs de capitaux. Les analyses comportementales démontrent que les dirigeants ont une tendance naturelle à installer l'asymétrie d'information à leur profit, en tant que mode d'enracinement dans l'entreprise⁵⁶.

Or, si l'asymétrie informationnelle apparaît comme une stratégie quasi-spontanée des dirigeants, son potentiel de nuisance est cependant particulièrement élevé. Elle condamne les actionnaires au rôle de témoins passifs de la gouvernance et neutralise leur réactivité. Ce faisant, elle les empêche de remplir leur fonction sociale, à savoir le contrôle et le suivi de la gouvernance.

La dimension économique vertueuse du droit à l'information est telle que celui-ci constitue aujourd'hui un critère d'investissement à part entière. Les investisseurs sont convaincus qu'une entreprise pratiquant une politique d'information et de communication poussée doit être considérée comme présentant tous les gages de la bonne gouvernance. C'est donc une entreprise à laquelle il est raisonnable de faire confiance en participant au capital. Cette culture est aujourd'hui à ce point ancrée qu'elle donne lieu à un véritable jeu concurrentiel entre Etats.

En effet, dans la « chasse aux investisseurs », les pays désireux de capter et de garder les flux financiers internationaux, s'empressent de mettre leur législation en accord avec les impératifs de la transparence et de l'information actionnariale.

Par conséquent, pour accéder au financement sur les marchés de capitaux, les entreprises sont tenues de fournir à ces marchés les informations éclairant les prises de décisions des investisseurs, qu'ils soient petits porteurs ou institutionnels.

Par ailleurs, les principes ICGN⁵⁷ considèrent que les investisseurs institutionnels basent leurs décisions non seulement sur la situation financière des entreprises mais fondent également leur jugement sur la performance, les perspectives, les risques et la réputation, en étant

⁵⁶ « Afin d'augmenter son pouvoir et sa marge de liberté, le dirigeant va veiller à augmenter l'incertitude des autres partenaires, en particulier, des apporteurs de capitaux. Il développera ainsi des stratégies de rétention ou de déformation d'informations afin de renforcer son pouvoir et de maintenir les actionnaires à l'écart de la gouvernance ».

⁵⁷ The International Corporate Governance Network (ICGN) est un réseau réunissant des investisseurs institutionnels de 45 pays, représentant un montant d'actifs sous gestion de 26 000 milliards de dollars. www.icgn.org.

attentifs à l'ensemble des structures et des pratiques de gouvernance d'entreprise. Les agences de notation intègrent désormais ces dimensions dans leurs critères. Les institutions financières de développement, attachent également une importance croissante à la gouvernance d'entreprise. Les investisseurs individuels y sont aussi de plus en plus sensibilisés, même s'ils n'ont pas toujours les moyens des institutionnels pour traiter et exploiter l'information communiquée. Ainsi, la diffusion d'informations non financières a un double impact sur les prospects d'obtention de capital externe : elle contribue aux décisions d'investissement en outillant les investisseurs et elle envoie le signal fort de bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise.

Les Principes ICGN, décrivent les responsabilités du conseil et des actionnaires et visent à renforcer le dialogue entre les deux parties. Compte tenu de la nature même de l'ICGN, réseau regroupant des investisseurs institutionnels d'une soixantaine de pays, détenant 26 000 Milliards de dollars d'actifs sous gestion ; les recommandations des Principes sont développées essentiellement du point de vue de l'actionnaire et de l'investisseur institutionnel, tout en considérant les autres parties prenantes.

La position de l'ICGN sur la diffusion de l'information et la transparence est énoncée dans les principes comme suit : « Le conseil doit présenter une évaluation actualisée et compréhensible de la situation de l'entreprise et de ses perspectives dans le rapport annuel et dans les comptes, afin de permettre aux actionnaires d'évaluer la performance de l'entreprise, son business model, sa stratégie et ses perspectives de long-terme ». Ces informations sont classées en critères que nous avons répartis en trois thématiques :

- Conseil et comités ;
- Droit des actionnaires ;
- Informations financières et non financières.

3. Evaluation des bonnes pratiques de gouvernance :

En France, l'autorité des marchés financiers AMF ainsi que les associations professionnelles AFEP-MEDEF procède à des évaluations régulières de l'application du code AFEP- MEDEF par les sociétés cotées. Le rapport AMF de 2014 est le 11^{ième} rapport fondé sur la nouvelle version du code AFEP-MEDEF publié en Juin 2013. Il couvre un panel de 60 sociétés cotées (dont 36 du CAC 40) se référant exclusivement au code AFEP-MEDEF. Le rapport donne un

aperçu des bonnes et mauvaises pratiques donnant lieu à désignation nominative des sociétés concernées, des recommandations adressées aux sociétés cotées pour une meilleure application des codes existants ainsi que des pistes de réflexion adressées aux organismes professionnels pour faire évoluer les codes existants.

- Les constats de cette évaluation sont résumés comme suit :
 - 1) Relative stabilité des systèmes de gouvernance :
 - ✓ 82 % des sociétés ont une structure « moniste » (vs 73 % en 2010) ;
 - ✓ dont 31 % retiennent une dissociation des fonctions de Président et de Directeur Général (vs 33 % en 2010).
 - 2) Progression constante au sein des conseils de la représentation :
 - ✓ Des femmes (28 % contre 10 % en 2009) ;
 - ✓ Des salariés actionnaires (32 % des sociétés ont au moins un administrateur représentant les salariés actionnaires) ;
 - ✓ Des salariés (50 % de ces sociétés ont au moins un administrateur représentant les salariés à l'issue de l'exercice 2014).
 - 3) Diminution de l'usage d'attributions gratuites d'actions et d'options de souscription ou d'achat d'actions (50 %, contre 65 % en 2012).
 - 4) Say on pay :
 - ✓ Toutes les sociétés ont mis en œuvre la recommandation du code y compris les sociétés en commandite par actions dont la rémunération des dirigeants est statutaire.
 - ✓ 90 % d'entre elles ont rédigé un paragraphe spécifique dans leurs documents.
 - 5) Code AFEP-MEDEF : un nouveau plafond de 3 mandats pour les dirigeants mandataires sociaux. Recommandation à mettre en œuvre de manière échelonnée lors du renouvellement des mandats concernés.
- Les pistes de recommandations proposées par l'AMF se présentent comme suit :
 - 1) Transparence : indiquer dans une rubrique ou un tableau spécifique toutes les recommandations non appliquées par la société et les explications afférentes.
 - 2) La rémunération fixe des dirigeants : Indication de la périodicité de révision de la rémunération fixe et présentation des augmentations de la rémunération fixe des dirigeants : indication du pourcentage d'augmentation et explications lorsque l'augmentation est significative.

- 3) L'indépendance des administrateurs - l'exercice de mandats depuis plus de 12 ans : face au constat que 43 % des sociétés écartent au moins un des 6 critères d'indépendance, 22 sociétés de l'échantillon ayant écarté celui relatif à l'exercice de mandats depuis plus de 12 ans, l'AMF recommande que l'exclusion du critère de définition de l'indépendance relatif à l'exercice de mandats sur plus de 12 années consécutives ne devrait pas être justifiée par l'expérience ou la compétence dont bénéficie l'administrateur.
 - 4) L'indépendance des administrateurs - les relations d'affaires : l'AMF recommande que les critères qualitatifs et/ou quantitatifs d'appréciation du caractère significatif de la relation entretenue avec la société ou son groupe soient explicités de manière claire et précise.
- Et les pistes de réflexion peuvent être résumées comme suit :
- 1) Suite à l'augmentation du recours aux mécanismes de rémunérations variables différées ou pluriannuelles, l'AMF suggère de donner des précisions du périmètre des rémunérations pluriannuelles et des règles applicables aux mécanismes d'intéressement long terme.
 - 2) Le départ du dirigeant : Selon le code AFEP-MEDEF, le versement d'indemnités de départ à un dirigeant mandataire social est exclu s'il quitte à son initiative la société pour exercer de nouvelles fonctions, ou s'il change de fonction à l'intérieur d'un groupe, ou encore s'il a la possibilité de faire valoir à brève échéance ses droits à la retraite. L'AMF suggère que cette notion de « brève échéance » puisse être précisée par le code.
 - 3) L'administrateur référent : suite à la forte augmentation des sociétés disposant d'un administrateur référent (59 % des sociétés à structure moniste contre 31 % en 2012) qualifié d'indépendant dans 85 % des cas, l'AMF réitère la piste de réflexion non intégrée dans le code AFEP-MEDEF en 2013: « [...] il est important que les sociétés qui ont décidé de mettre en place un administrateur référent lui reconnaissent des pouvoirs et des moyens adaptés à ses missions, notamment celui de convoquer un conseil, et que ceux-ci soient formalisés et transparents [...]. Il paraît nécessaire que cet administrateur soit indépendant et que la société publie un bilan d'activité de ce dernier afin que puissent être appréciés, d'une part, la nature des diligences et missions conduites dans ce cadre, et d'autre part, l'usage qu'il a pu faire des prérogatives qui lui ont été reconnues ».

- 4) L'indépendance des administrateurs - les relations d'affaires : depuis plusieurs années, l'AMF s'interroge sur l'indépendance d'un administrateur entretenant des relations d'affaires, bancaires ou de conseil facilitées par le mandat social exercé au sein de la société et demande que le code AFEP-MEDEF soit plus précis à cet égard.

En conclusion de ce rapport, l'AMF a affirmé un constat général d'amélioration des pratiques. Une nouvelle version du code AFEP-MEDEF a vu le jour en Juin 2013 ainsi qu'un guide d'application en Janvier 2014. Ce nouveau référentiel tient compte de la majeure partie des recommandations et pistes de réflexion émises par l'AMF. Des améliorations sont encore possibles à ce niveau.

En parallèle, sur la base d'informations déclaratives publiées par les entreprises Françaises, de nombreuses études sont réalisées chaque année pour valider le respect de ces nouvelles règles juridiques. Ces analyses quantitatives régulières mesurent les progrès réalisés, particulièrement pour les sociétés cotées. Quelques recommandations sont proposées mais la succession de règles et de normes freine aussi l'évolution des sociétés en France.

Au Maroc, l'aura de secret qui entourait autrefois la gouvernance des entreprises Marocaines commence à s'amenuiser. En Mars 2008, le Maroc a adopté un code de bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise. L'AMMC, ayant pris part aux travaux d'élaboration de ce code, inscrit ses actions dans la continuité des efforts déployés en participant à l'implémentation et à l'adoption des principes dudit code par les sociétés cotées. Pour cela, un premier questionnaire a été élaboré en 2009 et transmis aux sociétés cotées afin d'apprécier leur niveau du respect des pratiques de bonne gouvernance.

Sur un total de 76 sociétés cotées, l'AMMC a reçu 46 réponses, soit un taux de retour de 60,53%, formant ainsi l'échantillon sur lequel se basera le traitement des données ;

L'échantillon arrêté, est composé de 31 sociétés cotées au 1^{er} compartiment de la Bourse des Valeurs, 7 sociétés au 2^{ème} compartiment et 8 sociétés au 3^{ème} compartiment. L'enquête menée par l'AMMC auprès des sociétés cotées devait lui permettre essentiellement de :

- Faire le point sur le respect des ou (d'une partie) des principes et règles de bonne gouvernance prévus par le code ;

- Dresser un inventaire des problèmes rencontrés par les sociétés pour l'application des règles édictées par ledit code ;
- Faire des recommandations pour encourager l'adoption du code.

Le questionnaire aborde principalement les thèmes énumérés ci-après et le traitement de leurs réponses a permis de faire ressortir les statistiques suivantes :

Tableau I.2 2 : Résultat de l'enquête de l'AMMC (2009) sur la gouvernance

	Bonne Pratique	Evaluation
1	Adoption du Code Marocain de bonne gouvernance	57%
2	Mode moniste à Conseil d'Administration	79%
3	Séparation des fonctions de Président et de Directeur Général	46%
4	Existence d'administrateurs non exécutifs supérieur à 2 /3	89%
5	Existence de comités spécialisés <ul style="list-style-type: none"> • Comité d'Audit • Comité des Rémunérations et Nominations 	71% 77% 40%
6	Existence d'un système d'évaluation de l'organe de gouvernance	59%
7	Existence de système d'évaluation des dirigeants	65%
8	Diffusion de l'information relative à la rémunération des dirigeants	13%
9	Existence de plans d'intéressement	41%
10	Fréquence de réunion de l'organe de gouvernance sur l'année	Entre 3 et 5 pour 58%
11	Existence d'une structure dédiée au contrôle interne	89%
12	Publication des indicateurs trimestriels	11%
13	Désignation d'une personne chargée exclusivement à la communication financière	74%
14	Information sur la bonne gouvernance au niveau des rapports annuels	61%
15	Existence d'un site web	89%

Source : rapport d'enquête AMMC 2009

Le fait que ces résultats découlent d'une base déclarative, la question de fiabilité de l'information pourrait être posée.

En 2013, l'AMMC a décidé de confier l'enquête à un organisme indépendant qui est l'Institut Marocain des Administrateurs (IMA), tous les 3 ans afin d'identifier les pratiques actuelles de gouvernance et évaluer leur conformité au Code Marocain de bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise (2008).

Dans un deuxième temps, le Conseil d'Administration de chaque entreprise décidera éventuellement :

- Des explications à apporter dans son rapport sur les écarts entre les recommandations du code et les pratiques de l'entreprise selon le principe du *Comply or Explain* ;
- Du plan d'actions à mener pour améliorer les pratiques de gouvernance actuelles.

Le questionnaire (administré en ligne) est structuré selon les recommandations des principes généraux du Code Marocain des bonnes pratiques de gouvernance (2008). Il se décline selon les parties suivantes :

- La description de la structure de gouvernance ;
- Le Conseil d'Administration : Ses missions et fonctions, les droits et devoirs des Administrateurs, sa composition, son organisation, son fonctionnement et l'évaluation des Comités Spécialisés ;
- Les droits des actionnaires : Information et transparence, participation à l'Assemblée Générale, le traitement équitable des actionnaires ;
- Les moyens consacrés à la gouvernance : référence au Code Marocain de bonnes pratiques de gouvernance, évaluation du conseil, charte d'éthique, formation des administrateurs.

Les résultats ont été obtenus à partir des réponses volontaires des sociétés dans l'esprit du principe « appliquer ou expliquer ». Les principaux résultats de cette enquête sont les suivants :

- 55% des sociétés cotées à la bourse de Casablanca ont répondu au questionnaire en ligne proposé par l'IMA. Ce panel est représentatif des principaux secteurs de la place mais ne couvre pas l'ensemble des Emetteurs ;
- 2/3 des sociétés font référence au Code Marocain des bonnes pratiques de gouvernance (2008) contre 50% seulement en 2010 ;
- La majorité des sociétés estiment que le rôle de leur Conseil d'Administration est bien défini dans les domaines qui constituent ses missions principales : définition de la

stratégie, contrôle de sa mise en œuvre, contrôle des principaux investissements / désinvestissements ;

- Les administrateurs des sociétés cotées sont relativement jeunes : 95% ont moins de 60 ans et 89% ont entre 40 et 59 ans ;
- La part des administrateurs non exécutifs observée se situe toujours autour de 85% (vs 89% en 2010).

Plus récemment, l'IMA a publié un rapport d'enquête sur le niveau de transparence des sociétés cotées Marocaines par rapport aux attentes exprimées par les investisseurs internationaux telles qu'elles sont énoncées dans la dernière révision des principes de gouvernance d'entreprise de l'International Corporate Governance Network (l'ICGN).

L'étude procède à un benchmark des pratiques Marocaines de la perspective des investisseurs Internationaux, en référence conjointe aux Principes ICGN et Code Marocain de Bonnes Pratiques de Gouvernance d'Entreprise (« le Code Marocain »). Il s'avère que le Code Marocain est aligné sur les principes de gouvernement d'entreprise de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques (OCDE)⁵⁸.

L'enquête révèle que 76% des sociétés cotées ont un site web actualisé et 44% diffusent leur rapport en ligne. Les banques figurent parmi les sociétés qui publient le plus d'informations non financières tandis que les domaines faisant l'objet de publications par plus du tiers des sociétés cotées sont : la répartition de l'actionnariat, la composition du conseil, les résolutions de l'Assemblée Générale et la Responsabilité Sociale et Environnementale (RSE).

Même si les résultats sont contrastés et diffèrent d'un secteur à un autre, ils montrent clairement une insuffisance des informations diffusées par rapport aux attentes des investisseurs.

Enfin l'OCDE procède régulièrement à un diagnostic du système de gouvernance dans les pays du Moyen Orient et Afrique du nord. Dans son dernier rapport il souligne que malgré le progrès réalisé dans ce domaine, il subsiste toutefois un manque de travaux de recherche relative à la Corporate Gouvernance dans ces régions. Ces recherches sont très importantes

⁵⁸ IMA., 2015, « Transparence et diffusion de l'information non financière des sociétés cotées ».

pour sensibiliser les pouvoirs politiques et privés aux écarts existants et prendre les mesures correctives.

Contrairement à la première étude menée en 2005 qui visait à donner une vue d'ensemble sur le système de gouvernance de chaque pays par une réponse binaire (oui/non) au questionnaire administré, l'étude de 2012 se distinguait par un niveau de granulométrie supérieur. Le questionnaire a été renseigné par les autorités de régulation des différents pays. Il est structuré selon les principes de gouvernance de l'OCDE détaillés en Annexe I :

- 1) Cadre de gouvernance ;
- 2) Droits et traitement équitable des actionnaires ;
- 3) Droits des parties prenantes ;
- 4) Information et Transparence ;
- 5) Les responsabilités du conseil.

Le résultat de l'étude n'avait pas pour objectif de noter ou classer ces pays mais plutôt alimenter une base de données arabe avec le niveau de détail nécessaire sur les pratiques locales et leur convergence avec les principes de gouvernance promus par l'OCDE.

Conclusion du chapitre I

Le retour sur l'histoire de la Corporate Gouvernance montre que les problèmes de gouvernance d'entreprise naissent naturellement de l'évolution de la structure du capital et de l'organisation des entreprises. Il n'y a pas de sujet pour les entreprises où le dirigeant est l'actionnaire à 100 %. Mais progressivement la part de l'actionnaire fondateur sera diluée et des problèmes de gouvernance d'entreprise apparaîtront entre un actionnaire majoritaire le plus souvent dirigeant et des actionnaires minoritaires. Lorsque l'évolution de l'entreprise la fera passer d'un actionnariat familial ramassé à un actionnariat éclaté d'institutionnels et de particuliers, de nouveaux problèmes de gouvernance se poseront. Ils seront liés cette fois au contrôle par les actionnaires des dirigeants à qui la structure d'actionnariat éclaté laisse plus de liberté⁵⁹.

La Corporate Gouvernance des entreprises est un des principaux moyens permettant de résoudre les conflits entre les actionnaires et les dirigeants. Elle est dictée tout d'abord par le droit des sociétés qui fixe le champ des possibles mais en sus du cadre légal, il existe aussi des rapports ou codes de bonne conduite ajoutant des recommandations au cadre légal proprement dit. Ces recommandations, communes dans leurs grandes lignes à tous les rapports, traitent les thèmes de la transparence et du fonctionnement du Conseil d'Administration, du choix des administrateurs, du rôle et de l'indépendance du conseil, de la création de comités spécialisés pour éclairer le travail du conseil, de l'éventuelle dissociation des fonctions de Président et de Directeur Général et de leur rémunération.

⁵⁹ Vernimmen P., 2016, Finance d'entreprise, p.947.

CHAPITRE II : CADRE THEORIQUE

Si le thème de la gouvernance des entreprises s'est principalement développé au sein de la littérature financière, une recherche bibliographique montrerait qu'il fait aujourd'hui l'objet d'une forte attention de la part des juristes et des économistes, mais également des politologues, des sociologues et des spécialistes des sciences de gestion. A cette grande variété de littératures correspond une forte diversité des grilles théoriques.

Ces développements et ces rapprochements interdisciplinaires sont peu surprenants. La définition même de la gouvernance comme système de régulation du jeu managérial induit directement une perspective institutionnaliste, naturelle en sociologie, en droit et en sciences politiques, et qui a connu en économie un fort renouveau, lors des trois dernières décennies, avec l'émergence du courant néo-institutionnaliste.

En effet, depuis plus de trente ans, les théories de l'économie organisationnelle ou théories contractuelles des organisations ont contribué à construire de nouvelles grilles de lecture des organisations et constituent la base d'une théorie des formes et de l'architecture organisationnelle en gestation⁶⁰.

Au simplisme initial accordé à la représentation de l'entreprise, a succédé à la fois le trop plein et souvent une extrême sophistication des hypothèses et des constructions de la part des théoriciens de l'économie. Chaque grand courant d'analyse propose une représentation de l'entreprise qui lui est propre, avec un souci plus affirmé de combler un vide de ses propres constructions que de parvenir à une présentation convaincante et acceptable de tous. C'est pour cette raison, que nous nous sommes efforcés à restituer les représentations proposées de la firme dans le contexte et l'histoire des courants d'analyses qui leur ont donné naissance tout en se limitant aux représentations des théories dominantes de la firme par rapport à celles plus nouvelles et hétérodoxes, mais aussi souvent moins complètement élaborées⁶¹.

⁶⁰ Gérard Charreaux. (1998). La théorie positive de l'agence : lecture et relecture. IAE DIJON – CREGO / LATEC, p. 2.

⁶¹ Benjamin Coriat et Olivier Weinstein (1995). Les nouvelles théories de l'entreprise. Le livre de poche, p.6.

Section I : Définition des concepts

Dans cette section, nous allons dans un premier temps présenter les différentes définitions données par la littérature au concept de la gouvernance et choisir celle que nous allons adopter dans le cadre de notre projet de recherche.

Dans un deuxième temps, nous allons présenter les quatre natures des indicateurs de performance qui traduisent la création de valeur peuvent être de quatre natures tout en faisant ressortir les avantages et les inconvénients liés à l'adoption de chaque catégorie.

1. Gouvernance : une notion protéiforme

Il n'existe pas de définition unique et acceptée par tous de la gouvernance d'entreprise. La plus communément admise est celle avancée par le Cadbury Report de 1992 qui définit la Gouvernance comme suit : « Le Gouvernement d'entreprise est le système par lequel les entreprises sont dirigées et contrôlées. La structure de Gouvernance organise la distribution des droits et des responsabilités entre les différents participants à l'entreprise, tels que le Conseil, les dirigeants, les actionnaires et les autres parties prenantes. Elle définit les règles et procédures de prise de décision dans les affaires. En faisant ainsi, elle met en place les mécanismes à travers lesquels les objectifs de l'entreprise sont établis, ainsi que les moyens d'atteindre ces objectifs et de contrôler leur réalisation ».

Sanjai Bhagat, Brian J. Bolton et Roberta Romano considèrent que la préoccupation clé des lois Américaines et des systèmes de Corporate Gouvernance porte sur les problèmes d'agence qui apparaissent dès lors qu'il existe une séparation entre la propriété et le contrôle. Quand les actionnaires et les dirigeants ne sont pas les mêmes, ces derniers pourraient agir dans leurs intérêts au détriment de ceux des actionnaires. Les dirigeants pourraient par exemple ne pas mettre en œuvre toutes les diligences exigées par leur mandat du fait que la création de valeur qui en résulte est partagée avec les actionnaires. La panoplie des mécanismes par lesquels, les managers sont motivés et / ou contraints à agir dans l'intérêt des actionnaires, constitue ainsi la Corporate Gouvernance de la firme. Les lois cherchent à appuyer et faciliter l'adoption de ces mécanismes par la mise à disposition d'un cadre organisationnel⁶².

⁶² Bhagat S., Bolton B. J. et Romano R., 2007, « The Promise and Peril of Corporate Governance Indices », Law Working Paper, p. 6

La définition donnée par Shleifer et Vishny (1997) est la suivante : « La gouvernance des entreprises se préoccupe de la façon dont les apporteurs de capitaux, permettant de financer les sociétés, garantissent la rentabilité de leur investissement ». Une telle définition attribue implicitement un premier objectif au gouvernement d'entreprise : la maximisation de la richesse des actionnaires⁶³.

D'autres définitions contrastent avec cette conception. Selon G. Charreaux 1998 « le gouvernement des entreprises recouvre l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit qui « gouvernent leur espace discrétionnaire ». Il rajoute que « la gouvernance d'entreprise se préoccupe de la régulation des dirigeants, c'est-à-dire des systèmes qui encadrent et définissent leur latitude décisionnelle. Il ne faut pas confondre « gouvernance » et management de l'entreprise. La gouvernance est parfois qualifiée de « management du management »⁶⁴.

En effet, l'amalgame se fait souvent entre la gouvernance d'entreprise et les règles de gestion qui relèvent du management ce qui explique l'utilisation abusive de ce concept. Jensen (2001) a notamment pris position contre la perspective partenariale – la Stakeholder Theory – de la gouvernance, dans la version particulière proposée par certains courants du management stratégique, consistant à préconiser une prise en compte simultanée, à travers un compromis, des intérêts de l'ensemble des parties-prenantes de la firme (clients, salariés, actionnaires, créanciers...). Son argumentation, assez sommaire, pour rejeter cette perspective, consiste à prétendre qu'il n'est pas possible pour les dirigeants de poursuivre plusieurs objectifs simultanément ce qu'ils seraient conduits à faire faute de disposer de règles, permettant d'arbitrer entre les différents intérêts contradictoires. Il reconnaît cependant que la perspective partenariale peut contribuer à enrichir l'objectif de maximisation de la valeur de marché de la firme, ce qui le conduit à proposer une version « éclairée » (« enlightened ») de la maximisation de la valeur de marché et de la théorie partenariale.

⁶³ Shleifer A et Vishny. R.W., 1997, « A survey of Corporate Governance », Journal of Finance, 52, June, p. 737.

⁶⁴ Charreaux G., 2005, « Les grands auteurs en théorie des organisations : Michael Jensen : la théorie positive de l'agence et ses applications à l'architecture et à la gouvernance des Organisations », Cahier du FARGO – Centre de recherche en Finance, architecture et gouvernance des organisations, n° 1041203, p.18.

Par ailleurs, le Code Marocain de bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise, publié en Mars 2008 définit la gouvernance d'entreprise comme suit : « La gouvernance d'entreprise regroupe l'ensemble des relations entre les dirigeants de l'entreprise et son organe de gouvernance avec les actionnaires d'une part et les autres parties prenantes d'autre part ; et ce dans l'objectif de création de valeur pour l'entreprise ».

La gouvernance d'Entreprise s'intéresse donc à la manière dont les entreprises sont dirigées et contrôlées et s'assure de la capacité des organes de gestion à la fois à poursuivre des objectifs conformes aux intérêts des actionnaires et des autres parties prenantes et à mettre en œuvre des systèmes de contrôle efficaces pour gérer les conflits d'intérêts potentiels et les risques éventuels et prévenir les abus de pouvoir de nature à faire prévaloir des intérêts particuliers sur « l'intérêts social » ⁶⁵.

Dans une acception large, la gouvernance d'entreprise représente l'organisation du contrôle et de la gestion de l'entreprise. Elle recouvre alors :

- La définition du cadre juridique de l'entreprise et notamment l'organisation, le fonctionnement, les droits et responsabilités des Assemblées Générales d'Actionnaires, des organes sociaux de la direction de l'entreprise (Conseil d'Administration ou Conseil de Surveillance) ;
- Les règles de nomination des dirigeants et des administrateurs ;
- Les règles de gestion de leurs éventuels conflits d'intérêts ;
- L'organisation des contrôles sur la gestion et le fonctionnement de l'entreprise : contrôles internes, contrôles réglementaires, commissaires aux comptes ;
- Mais également les droits et responsabilités des autres stakeholders (employés, créanciers, clients, fournisseurs) ;
- Voire la communication financière de l'entreprise et le rôle et la responsabilité des analystes externes : analystes financiers, agences de notation et des conseils financiers et juridiques⁶⁶.

De façon plus étroite, le terme gouvernance d'entreprise est utilisé pour désigner l'articulation qui existe entre les actionnaires et les dirigeants de la société. Dans cette optique, les

⁶⁵ Ministère des affaires économiques et générales et CGEM. , 2008, « Code Marocain de bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise », Mars, p. 8.

⁶⁶ Vernimmen P., 2016, Finance d'entreprise, Dalloz, p. 947-948.

développements sur la gouvernance d'entreprise tournent principalement autour du rôle et du fonctionnement du Conseil d'Administration ou de Surveillance.

Pour notre part, dans une approche orientée vers les investisseurs, nous retiendrons que la gouvernance d'entreprise est l'ensemble des mécanismes qui encadrent le processus de création de la valeur pour les apporteurs des capitaux. Ils concernent les domaines suivants : la structure de gouvernance, les organes de gestion et de contrôle, le droit des actionnaires, la transparence et la diffusion de l'information notamment sur les rémunérations.

2. Création de valeur et indicateurs de performance :

La place centrale de la création de valeur en finance a conduit au développement d'une batterie d'indicateurs qui tentent de la mesurer : TSR, MVA, EVA, CFROI, ROCE-WACC... dont les sigles Anglo-Saxons sont parfois ésotériques. Certains sont sur le déclin et seuls quelques indicateurs de création de valeur survivront. Certaines entreprises profitent du flou actuel et de l'absence de normalisation des calculs pour choisir l'indicateur ou la méthode de calcul qui sert le mieux leurs intérêts du moment, quitte à en changer l'année suivante... Pour aider à illustrer ces concepts, le tableau suivant positionne l'apparition chronologique des indicateurs de création de valeur selon trois critères : leur caractère manipulable, l'influence des marchés financiers qu'ils subissent et leur nature, soit financière, comptable, hybride (c'est-à-dire mi-comptable, mi-financière) ou boursière. Sans surprise, les indicateurs sont alignés sur une diagonale entre le coin supérieur gauche et le coin inférieur droit, la capacité de l'entreprise à manipuler ces indicateurs diminuant avec l'expérience des investisseurs et l'influence des marchés financiers étant croissante⁶⁷.

⁶⁷ Vernimmen P., 2016, Finance d'entreprise, Dalloz, p. 623

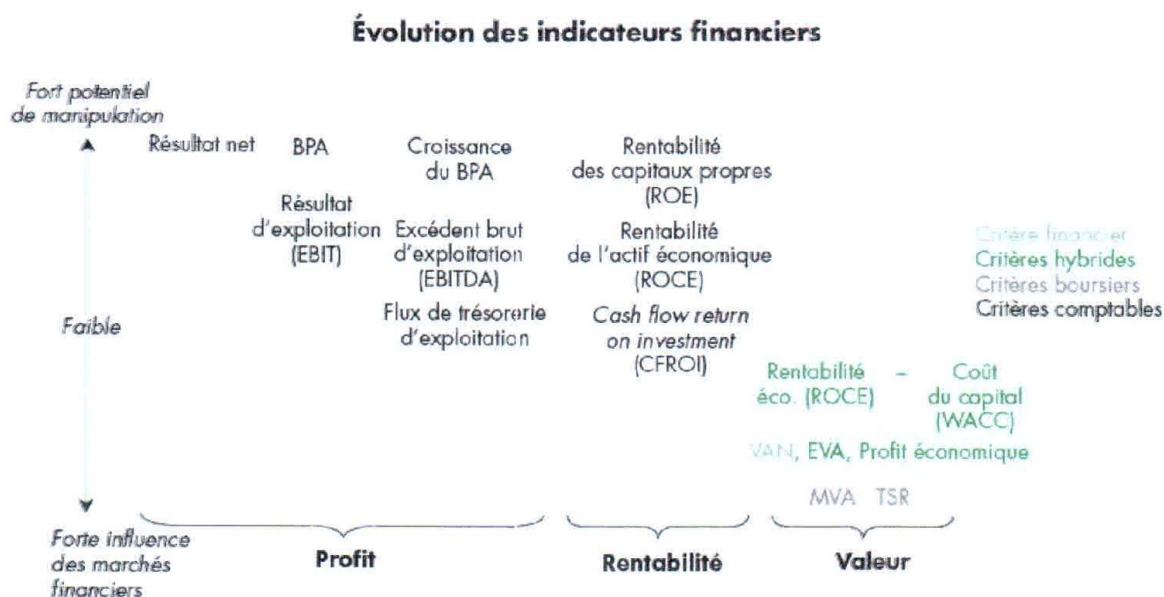


Figure II.1 1 : Typologie des indicateurs financiers

Les indicateurs de création de valeur peuvent être de quatre natures :

2.1. Les indicateurs de nature comptable :

Jusqu'au milieu des années 1980, l'entreprise communiquait essentiellement sur le résultat net ou le bénéfice par action (BPA), paramètres éminents de la comptabilité mais aussi éminemment sujet à manipulations (window dressing en Anglais) : éléments exceptionnels, provisions... L'accent progressivement mis sur le résultat d'exploitation ou l'excédent brut d'exploitation représente un progrès en réduisant très fortement l'impact de l'exceptionnel ou des charges calculées. Une seconde génération d'indicateurs comptables est devenue populaire (même si les concepts existaient auparavant) lorsque le raisonnement s'est focalisé sur la rentabilité, c'est-à-dire l'efficacité, qui rapporte les résultats dégagés aux capitaux mobilisés pour les atteindre. On parle alors de rentabilité des capitaux propres (return on equity, ROE), critère soumis néanmoins à l'effet de levier : une hausse judicieuse de l'endettement accroît le plus souvent cet indicateur sans que la valeur soit pour autant augmentée, l'accroissement du risque compensant celui de la rentabilité. La rentabilité économique (ou des capitaux investis ou employés, ou encore return on capital employed, ROCE) évite ce biais, ce qui explique que, mis à part certains secteurs dans lesquels elle n'a pas de sens (banque, assurance... où prédomine la rentabilité des capitaux propres), elle tend à s'imposer comme indicateur de performance économique.

Une critique peut également être faite des critères comptables bien que ceux-ci soient systématiquement utilisés comme critères d'analyse de toute décision financière, même au niveau du Conseil d'Administration. En effet, étant de nature comptable, ils négligent largement le risque. Par conséquent, il n'est pas possible de s'arrêter à la maximisation de ces critères pour maximiser la valeur, même s'ils sont apparemment liés par un coefficient à la valeur ou au taux de rentabilité exigé et qu'il n'existe pas de rapport constant et automatique entre l'amélioration de ces critères et la création de valeur⁶⁸.

2.2. Les indicateurs de nature hybride mi-comptables, mi-financiers :

Ils sont apparus avec la prise de conscience que la rentabilité dégagée est, en tant que telle, un critère insuffisant en matière de valeur puisqu'elle ne prend pas en compte la notion de risque. La rentabilité dégagée reste à comparer au coût des capitaux employés. Ainsi la rentabilité économique doit être mise en regard du coût moyen pondéré du capital (ou coût du capital, le WACC des Anglo-Saxons) pour mesurer si de la valeur a été créée ou détruite. La communication peut se limiter à cet écart. Elle peut aller au-delà en l'appliquant aux capitaux employés en début d'exercice pour mesurer la création de valeur sur l'exercice : celle-ci est alors exprimée en unité monétaire et non plus en pourcentage. Cette mesure de la création de valeur a été popularisée sous le nom d'EVA (Economic Value Added) par le cabinet Stern Stewart & Co ou de profit économique par d'autres⁶⁹.

L'EVA "Economic value added" n'est pas un nouveau concept. Donaldson Brown, CFO, General Motors " l'objectif du Management n'est pas nécessairement le rendement du capital investi le plus élevé, mais plutôtD'assurer un profit sur chaque volume supplémentaire égalant au moins le coût du capital supplémentaire.

Elle consiste à dégager un résultat opérationnel supérieur au coût du capital engagé :

Création de valeur = rentabilité économique (ROCE) – CMCP (WACC).

ROCE = Résultat d'exploitation (EBIT) / Capitaux employés

⁶⁸ Vernimmen P., 2016, Finance d'entreprise, Dalloz, p. 624.

⁶⁹ Vernimmen P., 2016, Finance d'entreprise, Dalloz, p. 624.

La stratégie de risque des administrateurs déterminent le coût du capital et la rentabilité minimum des projets acceptables.

Il y a création de valeur pour l'actionnaire si le $ROCE > WACC$.

Il s'agit toutefois d'une démarche contraignante qui nécessite une grande cohérence des retraitements effectués à partir des états financiers.

Pour calculer l'EVA, certains éléments de l'actif économique comptable de début de période doivent être retraités afin de passer d'une lecture comptable à une lecture économique de l'entreprise. Ainsi :

- Dans la mesure où elles réduisent artificiellement le capital d'une société, les pertes exceptionnelles des années passées doivent être retraitées et ajoutées à l'actif économique ;
- Le montant des goodwill au bilan doit être retenu en brut et donc corrigé des dépréciations ou amortissements cumulés et les survaleurs négatives (badwill) retranchées de l'actif ;
- Les autres retraitements majeurs concernent les provisions pour impôts différés, les amortissements afin d'assurer leur cohérence avec la valeur économique des immobilisations et l'évaluation des stocks à leur valeur de remplacement.

Bien évidemment, le compte de résultat (résultat d'exploitation et impôt) doit également être retraité afin de rester cohérent avec l'actif économique obtenu précédemment.

Les cabinets qui développent pour les entreprises les outils de profits économiques ont en général une longue liste de redressements qui constitue à la fois un brevet de respectabilité et une barrière à l'entrée.

Enfin, une entreprise peut être tentée de maximiser son EVA une année au détriment des EVA futures en sous-investissant ou en réduisant artificiellement son BFR. De façon générale, il est très difficile de trouver un indicateur annuel qui soit le garant de la création de la valeur d'une entreprise : seule la valeur actuelle de l'ensemble des flux futurs peut rendre compte de la capacité de l'entreprise à créer de la valeur dans la durée⁷⁰.

⁷⁰ Vernimmen P., 2016, Finance d'entreprise, Dalloz, p. 627-628.

2.3. Les indicateurs de nature financière :

Le meilleur des indicateurs de création de valeur est indiscutablement la valeur actuelle nette (la VAN) puisque, par construction, elle mesure exactement la valeur créée. Mais son calcul, qui s'étend nécessairement sur plusieurs périodes, la rend souvent complexe pour l'analyste externe qui ne dispose pas de toutes les informations nécessaires. D'où le recours à des indicateurs plus simples comme ceux que nous venons de voir, mais aussi plus approximatifs et qui peuvent parfois induire en erreur si l'on n'y prend pas garde.

Si la VAN est très utilisée à l'intérieur des entreprises pour faire des choix d'investissement (voir le chapitre suivant), elle n'est en revanche quasiment pas utilisée par l'entreprise dans sa communication extérieure sur sa création de valeur. Si elle devait le faire, elle serait conduite à donner publiquement des éléments précis sur son plan d'affaires, sur ses flux de trésorerie futurs. Aucune entreprise n'est prête à le faire pour ne pas donner des informations confidentielles à ses concurrents, ni donner l'impression de prendre des engagements de performance qu'elle pourrait ne pas respecter car dépendants d'une conjoncture économique et financière qu'elle ne maîtrise pas. D'où le développement d'indicateurs de création de valeur, beaucoup moins impudiques, mais aussi souvent beaucoup moins efficaces et beaucoup plus manipulables⁷¹.

2.4. Les indicateurs de nature boursière :

La Market Value Added et le Total Shareholder Return (TSR) sont, eux, fortement influencés par la conjoncture boursière. La MVA correspond à l'écart entre la somme de la valeur boursière des capitaux propres et de l'endettement net d'une part, et le montant comptable de l'actif économique d'autre part. Elle s'exprime en unité monétaire. Le TSR s'exprime en pourcentage et correspond conceptuellement à l'addition du taux de rendement de l'action (dividende/valeur de l'action) et du taux de plus-value (plus-value sur la période/valeur initiale de l'action). C'est le taux de rentabilité pour l'actionnaire qui achète ses actions en début de période, touche des dividendes qu'il réinvestit en actions de la même société et revend le tout en fin de période.

⁷¹ Vernimmen P., 2016, Finance d'entreprise, Dalloz, p. 626.

Dès lors, et c'est là leur principale faiblesse, ces deux indicateurs peuvent faire apparaître une destruction de valeur (qui résulte de la baisse des anticipations de profits futurs) alors même que l'entreprise a dégagé sur son actif économique une rentabilité supérieure au coût du capital. C'est le cas de Total dont le cours de Bourse a été stable de 2005 à 2013 alors que la rentabilité de son actif économique a été comprise entre 9 et 32% par an sur la période, pour un coût du capital de l'ordre de 8 %. À l'inverse, en cas d'euphorie boursière, une société aux performances économiques médiocres peut afficher des TSR et une MVA flatteurs. Certes, sur une longue période, les hauts et les bas sont lissés et une société aux performances modestes aura un TSR et une MVA en rapport ; mais dans l'intervalle il peut y avoir des écarts considérables.

C'est d'ailleurs cette considération qui a conduit l'Autorité des Marchés Financiers à préconiser l'établissement d'une distinction claire entre indicateurs de performance économique et indicateurs de création de valeur boursière (TSR et MVA). En effet, les premiers mesurent une performance passée sur un exercice alors que les seconds reflètent beaucoup plus une anticipation de création de valeur dans l'avenir à travers la prise en compte du cours de l'action qui reflète ces anticipations. Ils sont donc plus complémentaires qu'antinomiques⁷².

Tant que les pratiques restent diversifiées et les usages non encore normalisés, le choix pour une entreprise de tel ou tel critère pour présenter ses performances ou une opération n'est pas neutre. Elle pourra en effet être tentée de choisir le critère le plus flatteur afin de faire apparaître une création de valeur en lieu et place d'une destruction de valeur.

⁷² Vernimmen P., 2016, Finance d'entreprise, Dalloz, p. 625.

Section II : Gouvernance d'entreprise et les théories de la firme

Du fait de sa mise en perspective par la plupart des travaux académiques étudiant la relation entre la Corporate Gouvernance et la performance, nous nous sommes intéressés plus particulièrement à la théorie de l'agence qui analyse la firme sous l'angle des rapports de propriété et constitue avec la théorie des droits de propriété la véritable nouvelle orthodoxie néoclassique en matière de théorie de la firme succédant à la théorie dominante de la firme selon l'approche des coûts de transaction initiée par Coase et développée par Williamson. Cette dernière a rendu à l'entreprise sa dimension véritable et a donc rompu avec l'image simpliste de la firme que les constructions savantes de l'équilibre (théorie des marchés à l'équilibre) considéraient comme une « firme point » et « une firme automate »⁷³.

1. Firme point dans la théorie de l'équilibre économique, firme institution, firme organisation

La théorie néoclassique de l'équilibre économique donne à la firme une place limitée et une conception très simpliste qui dérive des caractères de la forme dominante du paradigme néoclassique représenté par le modèle Walrassien :

- La recherche des conditions de l'équilibre en situation de concurrence et d'information parfaite et pour un état donné des techniques ;
- L'hypothèse de rationalité parfaite des agents, sous l'objectif, pour les firmes, de maximisation du profit ;
- La prééminence donnée à l'analyse de l'échange sur celle de la production.

La firme est ainsi réduite à une boîte noire qui transforme des ressources, biens intermédiaires, biens d'équipements et travail, en biens et services marchands, autrement dit une fonction de production, en s'adaptant mécaniquement à son environnement : elle se présente comme un agent sans épaisseur ni dimension, une « firme point » ; et comme un agent passif, « une firme automate ».

Ce point de départ de l'analyse néoclassique de la firme révèle un caractère impraticable pour une compréhension véritable de la firme, sous un angle théorique – comment justifier l'hypothèse de maximisation du profit ? Peut-on traiter une entité collective comme un agent individuel ?, aussi bien que du point de vue de la compréhension des structures d'entreprise

⁷³ Coriat B. et Weinstein.O., 1995, Les nouvelles théories de l'entreprise, Le livre de poche, p. 7.

dans les économies contemporaines. L'impossibilité d'y traiter la question de l'entrepreneur est significative de ces limites⁷⁴.

Le besoin d'une théorie véritable s'est alors fait jour et les premières tentatives pour donner à la firme un peu de consistance et de réalisme se fera dans plusieurs directions. Une première approche s'interrogera sur les objectifs de la firme mais sa portée restera limitée tant qu'elle ne rompra pas radicalement avec la vision de la firme point et la conception standard de la rationalité. Cette voie fut explorée par Baumol [1959] et Marris [1964] dans la poursuite de la voie ouverte par Berle et Means [1932, *The modern corporation et private property*] sur la distinction entre intérêts des propriétaires et intérêts des dirigeants car l'objectif des premiers est la maximisation du profit alors que les derniers s'efforcent plutôt à maximiser leur fonction d'utilité. Cette distinction remonte à Adam Smith [1776, *the Wealth of Nations*] et Karl Marx [1864-1875, *le capital* livre troisième]⁷⁵.

Les ruptures essentielles se sont faites quand à partir de Simon, la représentation des comportements et des organisations s'est reconstruite sur une nouvelle conception de la rationalité.

En effet Simon s'interrogea sur le réalisme du modèle (néo)classique du choix rationnel, pour trois raisons essentielles qui sont relatives : (i) aux problèmes de traitement de l'incertitude et de l'information imparfaite, qui ne peuvent être appréhendés valablement par les méthodes de la théorie de la décision statistique (ii) aux limites des capacités de calcul des agents qui rendent impossible le dénombrement de l'ensemble des actions possibles et de leurs conséquences et donc la détermination de l'action « optimale » et (iii) aux difficultés propres que posent les situations d'interdépendance stratégique en concurrence oligopolistique, c'est-

⁷⁴ Coriat B. et Weinstein.O., 1995, *Les nouvelles théories de l'entreprise*, Le livre de poche, p. 11-12-15.

⁷⁵ Berle et Means « Quand le gros des profits est destiné à aller aux propriétaires qui sont des individus autres que ceux qui détiennent le contrôle, il est plus que probable que les intérêts de ces derniers divergeront de ceux qui ont la propriété et ... le groupe détenant le contrôle [sera] en position de servir ses propres intérêts »

- Adam Smith « The directors of such (joint-stock) companies, however, being the managers of other people's money rather than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private company frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master's honour and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company ».

-Karl Marx « D'une manière générale, les sociétés par actions -qui se développent avec le système du crédit- tendent de plus en plus à séparer cette fonction administrative d'avec la possession du capital [...] à côté du véritable manager apparaît une foule de Conseils d'Administration et de direction pour qui l'administration et la direction ne sont, en fait, que prétextes à spolier les actionnaires et à amasser les richesses.

à-dire les situations où chaque agent ne peut évaluer les conséquences de ses actes sans se livrer à « des conjectures » sur les actions des autres.

D'où la proposition d'une approche alternative de la rationalité qualifiée de rationalité limitée qui substitue le principe de satisfaction au principe de maximisation. Le principe de « satisfaction » est le point de l'analyse Simoniënne qui a le plus retenu l'attention pour l'analyse de la firme. Il pose qu'un agent recherche non pas l'action qui donne le meilleur résultat dans des conditions données, mais une action qui conduit à un résultat jugé satisfaisant, relativement à un niveau d'aspiration (obtenir un profit raisonnable). Ceci découle du fait que les limites des informations dont dispose l'individu et de ses capacités de calcul rendent impossible dans la plupart des situations réelles complexes la mise en œuvre d'une procédure de maximisation et que la recherche d'un résultat « satisfaisant » est la seule procédure qui permette de trouver un compromis entre les membres de l'organisation et d'aboutir à un consensus⁷⁶.

Sur cette base, Cyert et March [1963] procéderont à une analyse qui permettra de prendre en considération l'organisation interne de la firme dans sa complexité véritable, loin des simplifications frustes de la « boîte noire ». Enfin il reviendra à Chandler, dans une perspective dynamique et historique, de montrer toute la complexité et la richesse de la structure de la firme moderne et d'en expliquer la genèse et les métamorphoses successives⁷⁷. Chandler insiste dans ses premiers écrits et en particulier dans la *Main visible*⁷⁸, sur les facteurs qui sont à la racine des nouvelles formes organisationnelles et de la logique de leur évolution.

Après ces premières incursions dans la théorie de la firme, il nous a semblé utile à ce stade de présenter deux clés de lecture : historique d'abord, conceptuelle ensuite, est proposée.

⁷⁶ Coriat B. et Weinstein.O., 1995, Les nouvelles théories de l'entreprise, Le livre de poche, p. 22-23-24

⁷⁷ Coriat B. et Weinstein.O., 1995, Les nouvelles théories de l'entreprise, Le livre de poche, p.17-18.

⁷⁸ Chandler "Ownership and management soon separated. The capital required to build a railroad was far more than that required to purchase a plantation, a textile mill, or even a fleet of ships. Therefore, a single entrepreneur, family, or small group of associates was rarely able to own a railroad. Nor could the many stockholders or their representatives manage it. The administrative tasks were too numerous, too varied, and too complex. They required special skills and training which could only be commanded by a full-time salaried manager. Only in the raising and allocating of capital, in the setting of financial policies, and in the selection of top managers did the owners or their representatives have a real say in railroad management ».

Ainsi, le graphique ci-dessous, quoique donnant une image, nécessairement partielle des filiations historiques, permet de visualiser et situer les unes après les autres les grandes théories de la firme que nous aborderons plus loin.

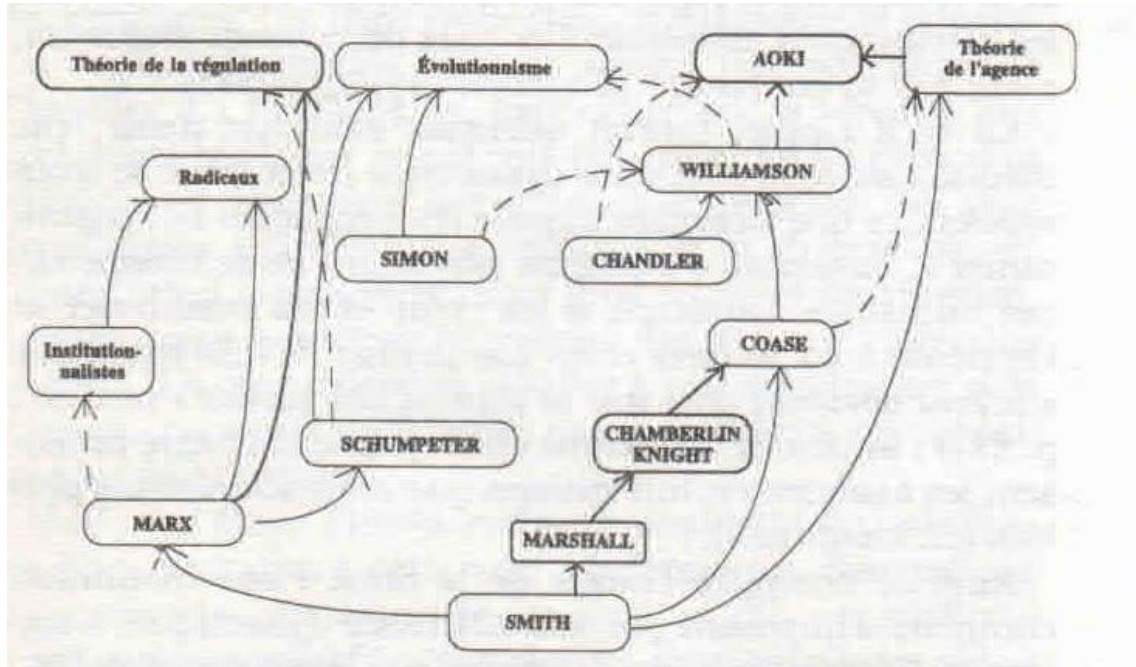


Figure II.2 1 : Filiations historiques des grandes théories de la firme

Nous pouvons commenter ce graphique comme suit :

Les analyses de Williamson, la théorie de l'agence et les travaux du japonais Aoki offrent trois versions de ce que l'on peut qualifier d'approches contractuelles de la firme, au sens où la firme y est représentée pour l'essentiel comme un système de relations, à caractère contractuel autrement dit un « nœud de contrats », entre agents économiques individuels. Chacune de ces approches se situe dans le prolongement des questions soulevées dans l'article fondateur de Coase [1937] comme suit : Pourquoi la firme existe-t-elle ? Pourquoi s'est imposée une forme d'organisation économique distincte du marché alors même que ce dernier est considéré comme la forme supérieure de coordination des activités et d'allocation des ressources ? ⁷⁹.

Williamson, représentant principal de l'approche par les coûts de transaction, est l'auteur qui se situe le plus directement dans la lignée de Coase. Il s'appuie également sur les analyses de Chandler, dont il tente, comme nous le verrons, de donner une interprétation théorique. Une

⁷⁹ Coriat B. et Weinstein.O., 1995, Les nouvelles théories de l'entreprise, Le livre de poche, p. 40.

dimension centrale de ses thèses qui le distingue des néoclassiques, est la reprise de la théorie de la rationalité limitée de Simon. La théorie de l'agence constitue le noyau central des nouvelles approches néoclassiques qui visent à reconstruire une théorie de la firme sur une base respectant strictement les principes de l'individualisme méthodologique et les fondements de la vision néoclassique des comportements économiques dont on peut trouver les prémisses dans A. Smith. Aoki enfin présente pour sa part une analyse originale de la firme japonaise, tout en reprenant des éléments à la fois de Williamson et de la théorie d'agence et en prolongeant Chandler, il définit un nouveau type d'organisation de la firme (la firme J ou firme Japonaise)⁸⁰.

Le graphique fait apparaître également le courant évolutionniste qui se présente aujourd'hui comme la principale alternative à la domination néo-classique. Il trouve ses racines chez Marx et Shumpter pour ce qui est de la place centrale donnée à la production, la création de richesse et l'innovation et chez Simon pour ce qui est des fondements de l'analyse des comportements économiques et des caractères des organisations [1993] « Les organisations sont des systèmes d'actions coordonnées entre individus et groupes dont les préférences, l'information, les intérêts et les savoirs diffèrent. Les théories de l'organisation décrivent la conversion délicate du conflit en coopération, la mobilisation des ressources et la coordination des efforts qui facilitent la survie simultanée d'une organisation et de ses membres ».

Cette définition est le point d'origine de la conception de « la firme organisation » notamment pour ce qui concerne l'attention explicitement apportée à la prise en compte de la pluralité des agents qui composent l'entreprise, et aux problèmes de coordination et de mise en compatibilité des comportements individuels qui en découlent⁸¹.

La deuxième dimension de la firme l'envisage comme lieu de gestion des conflits et des intérêts de ces mêmes agents ce qui est qualifié de « la firme institution ». Cette conception de la firme permet de la restituer dans un contexte social, légal et politique plus global, qui inclut de manière centrale les systèmes de droits de propriété, ou encore les modes de relations entre banque et industrie et les systèmes de financement et, plus largement l'ensemble des règles, conventions et systèmes de sanctions historiquement constitués qui

⁸⁰ Coriat B. et Weinstein.O., 1995, Les nouvelles théories de l'entreprise, Le livre de poche, p. 38-39

⁸¹ Coriat B. et Weinstein.O., 1995, Les nouvelles théories de l'entreprise, Le livre de poche, p. 39

fondent les modes de relations entre agents. Cela implique ensuite la prise en compte des processus de transformation des différentes formes institutionnelles, et en particulier des structures des firmes en rapport notamment avec les évolutions des conditions de production et de marchés, ainsi que des conditions sociopolitiques propres à différents pays et à différentes périodes historiques. Cette vision développée par Chandler trouve ses racines chez les institutionnalistes Américains, Veblen, Commons, Bearl et Means notamment⁸².

Au même titre que Marx, ces institutionnalistes Américains ont fortement influencé les radicaux Américains qui représentent le courant des théoriciens de la régulation ce qui implique notamment une vision plus holiste qu'individualiste. Leur contribution principale tient sans doute au fait qu'ils proposent une représentation de la firme directement compatible avec une problématique macroéconomique. Les régulationnistes sont également influencés par Schumpeter pour ce qui touche à la place donnée aux changements technologiques⁸³.

2. La théorie des coûts de transaction : de Coase à Williamson

L'article fondateur de Coase est considéré comme le point de départ des nouvelles interrogations sur la firme « qu'est la firme pour la théorie économique, quelle est la nature de la firme ? ». La réponse de Coase à sa question fondamentale sur la nature de la firme part d'un constat qui émane de l'observation de la vie économique : alors que sur les marchés la coopération des agents économiques se fait, inconsciemment par le système de prix, à l'intérieur de la firme, la coordination est réalisée de manière consciente par l'autorité de l'entrepreneur. La firme et le marché constituent ainsi deux formes alternatives de coordination économique.

Selon Coase, la raison de la substitution de la firme au marché est que le recours au marché, la coordination par les prix entraîne des coûts : il s'agit « des coûts de découverte des prix adéquats et des coûts de négociation et de conclusion de contrats séparés pour chaque transaction ». La coordination administrative interne à la firme s'impose dans la mesure où elle permet de faire l'économie de ces coûts d'autant plus quand la relation entre agent ne prend plus la forme de contrats à court terme, mais que s'imposent des relations à long terme pour certaines transactions, du fait que « les détails des contraintes pesant sur le vendeur ne

⁸² Coriat B. et Weinstein.O., 1995, Les nouvelles théories de l'entreprise, Le livre de poche, p. 41-42

⁸³ Coriat B. et Weinstein.O., 1995, Les nouvelles théories de l'entreprise, Le livre de poche, p. 39.

sont pas portés au contrat, mais sont décidés plus tard par l'acheteur ». L'incertitude et les problèmes d'accès à l'information semblent donc être ainsi les éléments clés à l'origine de ce que l'on appellera par la suite les coûts de transaction dont la reconnaissance de l'existence constitue le point centrale de l'apport de Coase marquant ainsi une rupture essentielle avec la théorie économique traditionnelle.

Une fois affirmée ainsi l'existence de deux formes fondamentales de coordination économique et expliquée l'origine de la firme, il reste encore à comprendre, à l'inverse, pourquoi la coordination administrative ne s'impose pas, en toutes circonstances, pourquoi l'économie n'est pas formée d'une seule entreprise. La réponse de Coase reste conforme aux idées les plus souvent avancées sur la question classique de la limite de la firme : il y'a rendement décroissant de la fonction entrepreneuriale, expression des limites des capacités de la direction à coordonner un nombre croissant d'activités. Les coûts d'organisation des transactions internes sont croissants. Le choix entre coordination marchande et coordination interne dépendra donc de la confrontation du coût d'une transaction supplémentaire par le marché et le coût d'organisation de la même transaction en interne⁸⁴.

L'importance de l'article de Coase est considérable, par les questions qu'il soulève et les champs de recherche qu'il ouvre. Mais beaucoup restait à faire pour préciser le contenu des coûts de transactions et la portée de l'opposition entre marché et hiérarchie. Williamson va donc partir des intuitions de Coase pour construire la théorie des coûts de transaction qui s'est imposée comme une des références centrales des nouvelles analyses de la firme. Son apport est d'abord de montrer l'origine et la nature de ces coûts en mettant l'accent sur deux éléments ignorés par Coase : les comportements opportunistes et la spécificité des actifs. Il a ensuite offert un nouveau cadre analytique qui, au-delà de l'opposition entre marché et firme, vise à expliquer l'ensemble des configurations institutionnelles qui règle les rapports économique sur la base d'une certaine théorisation contractuelle.

En effet, l'appareil conceptuel développé par Williamson a connu deux grandes phases :

- La première, repose, dans la lignée de Coase, sur une opposition stricte entre marché et hiérarchie, qui définit une conception claire de la firme.

⁸⁴ Coriat B. et Weinstein.O., 1995, Les nouvelles théories de l'entreprise, Le livre de poche, p. 46-47-48.

- Dans une deuxième phase l'accent sera mis sur l'existence de formes intermédiaires, ce qui conduit à l'analyse des types de contrats et à la construction d'une théorie générale du choix des « arrangements institutionnels » (« *governance structures* » dans la terminologie de Williamson [1990]). Cette conception oriente vers une vision de la firme comme système de relations entre partenaires égaux sous forme d'un nœud de contrats, ce qui rapproche alors des nouvelles conceptions néoclassiques telles qu'elles sont défendues par Alchian et Demetz [1972] ou par Jensen et Meckling [1976]⁸⁵.

Williamson pose deux hypothèses de comportement à la base de l'économie des coûts de transaction :

- Le principe de rationalité limitée repris de son ancien professeur Simon. La limite des capacités et des connaissances individuelles est précisément ce qui justifie l'existence des organisations, marchandes et non marchandes et en particulier la firme. Dans les relations qu'ils nouent entre eux, les agents ne peuvent pas prévoir à l'avance l'ensemble des éventualités qui agiront sur les résultats de leur transaction ; le contrat ne peut donc pas définir à l'avance l'ensemble des obligations pour les différents « états du monde » possibles. De ce fait l'étude des systèmes qui organisent le déroulement ex post d'une relation contractuelle revêt une grande importance ce qui conduit notamment à donner un sens économique à l'organisation interne de l'entreprise. L'incomplétude des contrats conduit par ailleurs à la possibilité des comportements « opportunistes ».
- L'opportunisme qui consiste à rechercher son intérêt personnel en tirant profit des asymétries d'information entre les agents. Le risque d'opportunisme augmente les coûts de transaction, en l'occurrence le coût de négociation et de supervision d'un contrat ; Il incite donc à l'internationalisation de la transaction.

En deuxième étape, l'analyse des transactions menée par Williamson prend en considération trois dimensions permettant de différencier les transactions : la spécificité des actifs, l'incertitude et la fréquence. Il y a spécificité des actifs quand un investissement durable doit être entrepris pour supporter une transaction particulière et que cet investissement n'est pas

⁸⁵ Jensen & Meckling (1976) « la firme est une fiction légale qui sert de lieu de réalisation d'un processus complexe d'équilibre entre les objectifs conflictuels d'individus à l'intérieur d'un cadre de relations contractuelles. En ce sens, le comportement de la firme s'apparente au comportement d'un marché ».

redéployable sur une autre transaction (coût irrécupérable). Cela crée un lien de dépendance personnelle durable entre les parties et implique la mise en place de formes contractuelles originales (intégration à la firme de l'activité considérée, ou relation de type intermédiaire entre la hiérarchie et le marché classique).

Le deuxième attribut d'une transaction à prendre en considération est l'incertitude sur l'action des agents et plus spécifiquement l'incertitude qui résulte des comportements stratégiques et qui bute sur la rationalité limitée. Selon Williamson, l'incertitude ne conduit à des problèmes d'organisation que quand elle se combine à la spécificité des actifs : dans le cas d'une transaction instantanée qui n'implique pas d'engagement pour l'avenir, l'incertitude comportementale n'a pas lieu d'être. La troisième dimension est la fréquence qui intervient dès que la transaction est spécifique car son coût n'est justifié que si elle doit se répéter.

La thèse défendue par Williamson est que la diversité des formes contractuelles (contrat classique, néoclassique ou personnalisé) et donc des structures d'organisation (« *governance structures* ») est expliquée par les attributs des transactions et que le choix d'une structure organisationnelle répond avant tout à un critère d'efficacité : la forme choisie est celle qui, pour des caractéristiques données d'une transaction minimise les coûts. Ce principe central dans le dispositif théorique de Williamson sera repris dans les nouvelles approches néoclassiques de la théorie des droits de propriété et la théorie de l'agence⁸⁶.

3. La théorie des droits de propriété

Tout en conservant les fondements essentiels de la théorie de l'équilibre, la nouvelle vision néoclassique de la firme considère que les institutions ne sont importantes que dans la mesure où existent des coûts d'information et des coûts de transaction (d'une manière différente de Williamson). Cette vision repose sur deux piliers : la théorie des droits de propriété et la théorie de l'agence.

Le point de départ de la théorie des droits de propriété consiste à considérer que tout échange entre agents, et en fait toute relation de quelque nature qu'elle soit, peut être considérée comme un échange de droits de propriété sur des objets, renversant ainsi la conception de

⁸⁶ Coriat B. et Weinstein.O., 1995, Les nouvelles théories de l'entreprise, Le livre de poche, p. 50-54-55-56-58-59-63.

Marx. Un droit de propriété privée est défini comme « un droit assigné à un individu spécifié et aliénable par l'échange contre des droits similaires sur d'autres biens » (Alchian [1987]). En spécifiant, plus précisément la nature des droits de propriété d'individus sur des actifs, on dira qu'ils « consistent aux droits, ou aux pouvoirs, de les consommer, d'en obtenir un revenu et de l'aliéner » (Barzel [1989]).

L'analyse des droits de propriété est liée à celle des coûts de transaction car c'est leur existence qui fait que le système de droits de propriété a un effet sur l'allocation des ressources et son efficacité. Dans une situation hypothétique de coûts de transaction nuls, il est possible de montrer que, si les droits sont sûrs, affectés clairement et transférables, l'allocation des ressources et l'équilibre économique réalisés seront efficaces et indépendants de la répartition initiale des droits de propriété. Ce résultat a été avancé par Coase [1960] dans un article célèbre qui vise à montrer en quoi l'existence des coûts de transaction, et elle seule, permet d'expliquer l'importance des institutions qui encadrent la vie économique. Les coûts de transaction proviennent du fait que les agents ne peuvent avoir qu'une information imparfaite sur les propriétés d'un bien ; Cette imperfection de l'information entraîne qu'il n'est pas possible, en règle générale, de définir de manière complète les droits attachés à la détention d'un actif (Barzel [1989]).

Nous pouvons donc soutenir que les droits de propriété, comme les contrats, sont le plus souvent incomplets. L'économie des droits de propriété identifie différents types de droits de propriété : droits de propriété privés, droits communaux, droits collectifs ou étatiques... Elle insiste également sur la complexité des droits de propriété qui trouve son origine dans le fait que tout actif possède différents attributs qui peuvent être détenus par des personnes distinctes : les droits de propriété sont partitionnables, séparables et aliénables (pour ce qui est des droits de propriété privé), de sorte que différents agents peuvent avoir des droits distincts sur un même actif. La société par actions en serait un exemple. La définition des formes organisationnelles dépend précisément de la manière dont sont délimités et affectés les différents droits attachables à des actifs. En particulier, une firme peut être considérée comme un ensemble de contrats qui établissent une certaine structure de droits de propriété ce qui explique que le lien entre firme et système de droits de propriété, a fait l'objet de deux analyses importantes : « la firme capitaliste classique » étudiée dans un article célèbre d'Alchian et Demetz [1972] et la grande société par action qui soulève la question de séparation entre propriété de l'entreprise par les actionnaires et contrôle par les managers.

L'analyse d'Alchian et Demetz considère la firme comme une forme d'organisation efficiente de la production en équipe d'où le besoin d'un agent, « le moniteur », spécialiste dans le contrôle des performances des membres de l'équipe. Il fallait donc attribuer au moniteur un ensemble de droits qui lui confère le pouvoir d'embaucher, de licencier et de diriger des travailleurs qui reçoivent un salaire fixé par contrat. L'ensemble de ces droits définit le statut de l'employeur et de propriétaire de la firme capitaliste classique qui reçoit le rendement résiduel résultant de la production, c'est-à-dire ce qui reste une fois payés, les différents fournisseurs de ressources, conformément aux obligations contractuelles. Il est donc le « créancier résiduel » (résiduel claimant).

Le système de droits de propriété basé notamment sur le statut de « créancier résiduel » crée des incitations telles que l'efficacité peut être obtenue sans que soit nécessaire un moniteur pour le moniteur. Ainsi la firme capitaliste classique et la structure de droits qui la définissent se seraient imposées parce qu'elles permettent de résoudre les problèmes d'information imparfaite et de risque morale propre à l'équipe, « mieux que ne le fait un arrangement contractuel décentralisé » (Alchian et Demetz [1972]) régies par des relations d'échange marchand.

L'économie des droits de propriété tend à définir le propriétaire de la firme comme détenteur du droit de « contrôle résiduel », c'est-à-dire le droit de prendre toute décision concernant l'utilisation de l'actif qui n'est pas explicitement exclue par la loi ou spécifiée dans le cadre de rapports contractuels. Le pouvoir donné par le droit de propriété sera d'autant plus important que les contrats seront incomplets, c'est-à-dire qu'ils ne peuvent prévoir ce que les parties sont censées faire dans le futur dans toutes les éventualités possibles, compte tenu de l'incertitude sur l'avenir et des asymétries d'information entre agents. Le pouvoir incitatif des droits de propriété résiderait, dans ces conditions, dans le couplage du droit de contrôle résiduel et du droit au rendement résiduel (Milgrom et Robert [1992]).

Ce pouvoir incitatif ne fonctionne pas dans la firme publique du fait que les droits de propriété ne sont pas transférables et que le gestionnaire n'est pas le bénéficiaire du rendement résiduel ce qui expliquerait l'inefficacité de la firme publique comparée à la grande firme moderne organisée en société par action.

Cependant, cette forme d'organisation et de structure de droits de propriété complexe est confrontée aux thèses de Berle et Means qui sous-tendent que la séparation entre propriété et contrôle réduirait l'efficacité du capitalisme et ne répondrait pas aux critères de l'efficacité néoclassique (l'objectif des managers n'est pas la maximisation du profit et ne conduit pas à maximiser la valeur de marché des actions). Les tenants de la théorie des droits de propriété soutiennent que la grande entreprise moderne est bien une forme d'organisation efficace qui ne remet pas en cause les fondements des droits de propriété privée. Bien au contraire, « elle exploite la possibilité de partitionner et d'aliéner les droits de manière à permettre « une spécialisation avantageuse ou séparation entre ceux qui exercent le droit de prendre des décisions sur les usages des ressources et ceux qui supportent les conséquences sur les valeurs de marché ou d'échange » c'est-à-dire qui assument les risques infime (Alchian [1988]).

Quant à la question sur le comportement des managers, Alchian [1969,1988] soutient que l'assertion de Berle et Means « déjà présente chez A. Smith » selon laquelle les managers, guidés par leurs propres intérêts, seront conduits à des comportements incompatibles avec les intérêts des actionnaires, est logiquement erronée parce qu'elle méconnaît la structure des droits de propriété de la grande entreprise et la nature des incitations qui en résultent : « la question n'est pas tant de savoir ce que visent les managers, que ce qu'ils doivent faire s'ils veulent survivre aux contraintes de marché : marché du travail, des produits ou du capital ». Il y'a là plus une thèse qu'une démonstration que les travaux se rattachant à la théorie de l'agence tentera, notamment sur la question des rapports entre managers et actionnaires, une analyse et une formalisation plus poussées des incitations liées aux systèmes de droits de propriétés, et par là une démonstration des conditions de l'efficacité des diverses formes organisationnelles⁸⁷.

4. La théorie de l'agence

L'origine de l'étude de la relation de l'agence et des questions qu'elle soulève remonte aux réflexions d'A. Smith et la relation entre propriétaires et gestionnaire-dirigeant d'une société par action a été remise sur le devant de la scène par l'ouvrage de Berle et Means⁸⁸.

Par ailleurs, un des articles les plus cités de la littérature économique, que ce soit par les spécialistes de l'économie organisationnelle ou ceux des sciences de gestion – notamment les

⁸⁷ Coriat B. et Weinstein.O., 1995, Les nouvelles théories de l'entreprise, Le livre de poche, p. 79-92.

⁸⁸ Coriat B. et Weinstein.O., 1995, Les nouvelles théories de l'entreprise, Le livre de poche, p. 93.

chercheurs en finance – est celui de Jensen et Meckling (1976) « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure », publié dans le Journal of Financial Economics. Cet article a jeté les bases de la théorie positive de l'agence (désormais la TPA), qui constitue le fondement théorique de la corporate finance et dont l'influence s'est largement étendue au-delà de la finance pour devenir une des principales branches des théories contractuelles des organisations. Il s'inscrivait dès l'origine dans un projet ambitieux (Jensen et Meckling, 1998), né à l'Université de Rochester au début des années 70 : créer une théorie du comportement des organisations reposant sur l'hypothèse de rationalité des acteurs, notamment des managers. Comme le précisent Jensen et Meckling (1998, p. 8) : « Notre objectif est de construire une théorie des organisations à même d'expliquer clairement comment les règles du jeu organisationnelles affectent la capacité du dirigeant à résoudre les problèmes, à accroître la productivité et à atteindre son objectif »⁸⁹. L'objectif explicatif – « positif » – était clairement posé.

4.1. Les blocs constitutifs de la théorie positive de l'agence

Fondée à l'origine sur la théorie des droits de propriété et sur la notion de relation d'agence empruntée à l'approche principal-agent, la TPA se veut une « théorie de la coordination et du contrôle » appliquée à la gestion des organisations et centrée sur les dirigeants. Elle s'applique, en particulier, à l'architecture organisationnelle – c'est-à-dire aux questions touchant à l'allocation et au contrôle des décisions – et à la gouvernance des entreprises.

La vision intégratrice de la TPA se traduit par le souci d'embrasser simultanément les phénomènes organisationnels et de marché. En ce sens, ainsi que dans ses fondements pluridisciplinaires, elle est proche de la théorie des coûts de transaction (désormais la TCT), qui a d'ailleurs constitué à l'origine une de ses sources d'inspiration. La TPA, selon la présentation qu'en fait Jensen (1998), comporte quatre blocs constitutifs fondamentaux : (1) un modèle du comportement humain ; (2) les coûts liés au transfert de la connaissance ; (3) les coûts d'agence ; (4) l'aliénabilité et les règles du jeu organisationnelles dont l'articulation permet d'éclairer le fonctionnement des organisations et des marchés.

⁸⁹ Charreaux G., 2005, « Les grands auteurs en théorie des organisations : Michael Jensen : la théorie positive de l'agence et ses applications à l'architecture et à la gouvernance des Organisations », Cahier du FARGO – Centre de recherche en Finance, architecture et gouvernance des organisations, n° 1041203, p. 1.

Le bloc 1 « le modèle du comportement humain » a pour rôle de présenter les déterminants du comportement des individus dans la TPA selon un modèle de rationalité aménagé pour tenir compte de leurs capacités créatives. Ce modèle repose sur quatre postulats :

- Les individus se préoccupent de tout ce qui est source d'utilité ou de désutilité et sont des « évaluateurs ». Ils sont à même de faire des arbitrages entre les différentes sources d'utilité et leurs préférences sont transitives.
- Les individus sont insatiables.
- Les individus sont maximisateurs. Ils sont censés maximiser une fonction d'utilité, dont les arguments ne sont pas exclusivement pécuniaires, sous contraintes. Ces contraintes peuvent être cognitives et les choix effectués tiennent compte des coûts d'acquisition du savoir et de l'information.
- Les individus sont créatifs et savent s'adapter ; ils sont à même de prévoir les changements de leur environnement, d'en évaluer les conséquences et d'y répondre en créant de nouvelles opportunités dont ils sont capables d'apprécier l'intérêt.

Les blocs 2 et 3 visent à introduire les deux leviers déterminant l'efficacité des organisations. La bonne utilisation des connaissances des individus étant le déterminant premier, il convient d'allouer les décisions entre les membres de l'organisation de la façon la plus efficace, en fonction notamment des coûts de transfert de la connaissance dont traite le bloc 2. Si la solution de la décentralisation peut apparaître à priori comme la plus économique, elle entraîne en contrepartie la création de relations d'agence et de conflits d'intérêts à l'origine de coûts d'agence présentés dans le bloc 3. Le problème est donc d'assurer la meilleure utilisation possible des connaissances sans supporter des coûts d'agence excessifs. Le bloc 4 présente les deux alternatives – marché (aliénabilité) ou organisation (règles du jeu organisationnelles) – permettant de résoudre ce problème⁹⁰.

4.2. Relation d'agence et coûts d'agence

En effet, l'allocation décentralisée des droits décisionnels crée des relations d'agence sources de conflits d'intérêts et de coûts d'agence. L'architecture organisationnelle doit être conçue de façon à réduire ces coûts créateurs d'inefficience, par la mise en place de systèmes de contrôle

⁹⁰ Charreaux G., 2005, « Les grands auteurs en théorie des organisations : Michael Jensen : la théorie positive de l'agence et ses applications à l'architecture et à la gouvernance des Organisations », Cahier du FARGO – Centre de recherche en Finance, architecture et gouvernance des organisations, n° 1041203, p. 4-5.

(Évaluation de la performance et incitation) destinés à aligner les intérêts des agents sur ceux du principal (ou des principaux)⁹¹.

La définition la plus classique d'une telle relation d'agence est celle donnée dans un article célèbre de Jensen et Meckling [1976] : « Nous définissons une relation d'agence comme un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engage une autre personne (l'agent) pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent. Chaque partie cherche à maximiser son utilité et elle anticipe rationnellement l'effet de cette relation sur ses résultats futurs. Il y'a peu de chance que les intérêts des parties soient convergents et donc que l'agent agisse spontanément conformément aux intérêts du principal. Ce dernier doit donc chercher à limiter les divergences en mettant en place un système d'incitation approprié ainsi que des moyens de surveillance (monitoring) visant à limiter les comportements aberrants de l'agent (Jensen et Meckling [1976]). Mais en règle générale, du fait des problèmes d'information, cela ne peut pas se faire sans coûts»⁹².

La notion de relation d'agence est donc très générale : elle recouvre en fait toute relation entre deux individus telle que la situation de l'un dépende d'une action de l'autre. Les problèmes qu'étudie la théorie de l'agence n'apparaissent cependant que dans la mesure où les intérêts des deux parties peuvent diverger et surtout lorsqu'il y'a information imparfaite, relativement à l'état de la nature, aux comportements des agents, et asymétries informationnelles entre les parties. Cette configuration est en général la plus fréquente. La conséquence de ces problèmes d'information est, d'une part, que le contrat qui lie les parties est nécessairement biaisé et, d'autre part, que le principal n'a pas les moyens de contrôler parfaitement et sans coût l'action de l'agent.

La théorie de l'agence se focalise dans ce contexte sur les questions suivantes : (i) comment construire un système d'incitation et de surveillance qui empêche l'agent d'avoir un comportement susceptible de léser les intérêts du principal, ou, pour être plus précis, qui conduit l'agent à se comporter comme s'il cherchait à maximiser la fonction d'utilité du

⁹¹ Charreaux G., 2005, « Les grands auteurs en théorie des organisations : Michael Jensen : la théorie positive de l'agence et ses applications à l'architecture et à la gouvernance des Organisations », Cahier du FARGO – Centre de recherche en Finance, architecture et gouvernance des organisations, n° 1041203, p. 9.

⁹² 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, October, p. 5.

principal ? (ii) Comment concevoir, en situation d'information imparfaite, un système d'agence qui s'approche le plus de l'efficacité obtenue en information parfaite par les mécanismes de marché décrits par la microéconomie standard ? Cela ne peut pas se faire sans coût et conduit donc à la définition des coûts d'agence : les coûts, monétaires et non monétaires, que supportent les deux parties du fait de la nécessité de mettre en place des systèmes d'obligation et de contrôle. Les coûts d'agence recouvrent alors trois éléments (Jensen et Meckling [1976]), que nous pouvons énumérer comme suit :

- 1) Les dépenses de surveillance et d'incitation (par exemple, les systèmes d'intéressement) engagées par le principal pour orienter le comportement de l'agent ;
- 2) Les coûts d'obligation supportés par l'agent, c'est-à-dire les dépenses qu'il peut être amené à engager pour pouvoir garantir qu'il ne fera pas certaines actions lézant le principal ou pour pouvoir le dédommager, le cas échéant (par exemple, le coût d'une assurance en responsabilité civile) ;
- 3) La perte résiduelle qui correspond à l'écart, inévitable, entre le résultat de l'action de l'agent pour le principal et ce qu'aurait donné un comportement conduisant à une maximisation effective du bien-être du principal. Ce dernier coût ne correspond pas à une dépense effective mais il a le caractère d'un coût d'opportunité⁹³.

Plus récemment, Jensen (2004) a enrichi son analyse des coûts d'agence, à la lumière de la crise financière et des importantes fraudes managériales (Enron, Worldcom...) survenues ces dernières années, en insistant sur les coûts associés à la surévaluation par les marchés. Il ne s'agit pas stricto sensu, d'un nouveau type de coût d'agence, mais plutôt d'une réévaluation des coûts d'agence issus de la discipline par les marchés qui avaient été sous-estimés, sinon ignorés. En particulier, dans le domaine de la finance, la surévaluation a conduit à un surendettement, à des gaspillages en raison de l'afflux injustifié de capitaux dont ont bénéficié les secteurs surévalués et à des opérations de croissance externe financées par échange de titres, selon des termes d'échange économiquement non fondés⁹⁴.

La question centrale est alors de déterminer, compte tenu des caractéristiques d'une relation d'agence, le type de structure contractuelle qui minimise les coûts d'agence.

⁹³ Coriat B. et Weinstein O., 1995, Les nouvelles théories de l'entreprise, Le livre de poche, p. 93-95.

⁹⁴ Charreaux G., 2005, « Les grands auteurs en théorie des organisations : Michael Jensen : la théorie positive de l'agence et ses applications à l'architecture et à la gouvernance des Organisations », Cahier du FARGO – Centre de recherche en Finance, architecture et gouvernance des organisations, n° 1041203, p. 11.

4.3. Théorie de l'agence, architectures et formes organisationnelles

On distingue traditionnellement deux branches de la théorie de l'agence : la théorie normative et la théorie positive de l'agence. La première, ou théorie « principal-agent », est plus formalisée et plus précise quant aux structures d'information propres à différents modèles et à la détermination des contrats optimaux. Elle propose des mécanismes qui permettent de réduire le coût des conflits ce qui lui vaut son appellation : théorie « normative » ou, plus exactement, prescriptive de l'agence.

La théorie positive de l'agence, qui trouve son origine dans Jensen et Meckling [1976], vise plus directement la compréhension et l'explication de la structure et du fonctionnement des organisations et plus particulièrement des sociétés par action comme modes de résolution des conflits ou, plus exactement, de réduction des coûts induits. Elle complète l'économie des droits de propriété et se propose de démontrer que pour un système de droits de propriété, le comportement d'une organisation est celui résultant de la réalisation de l'équilibre, dont la détermination repose sur la conservation d'une hypothèse stricte de rationalité substantielle. Le système de droits de propriété choisi (firme classique ou grande société par action notamment) sera celui pour lequel l'équilibre obtenu est le plus efficient. C'est dans cette perspective que les différentes organisations peuvent être définies de la même manière : comme des « nœuds de contrats » (nexus of contracts), écrits et non écrits entre les détenteurs de facteurs de production et les clients (Jensen et Meckling [1976], Fama et Jensen [1983]). Elles constituent des « fictions légales qui servent comme « noyau » pour un ensemble de relations contractuelles entre les individus » (Jensen et Meckling [1976]). L'explication de la diversité des formes d'organisation et l'analyse de leurs propriétés reposent sur l'analyse des coûts d'agence dans différentes situations. Selon Fama et Jensen [1983], les structures contractuelles étant caractérisées par l'affectation des créances résiduelles et l'attribution aux agents les différents moments du processus de décision, ils avancent deux propositions présentées comme fondamentales :

- 1) La séparation entre assumption des risques et fonction de gestion conduit à des systèmes de décision qui séparent fonction de gestion et fonction de contrôle ;
- 2) La combinaison de la fonction de gestion et de la fonction de contrôle sur un petit nombre d'agents conduit à restreindre les créances résiduelles à ces mêmes agents.

Ces propositions visent notamment à expliquer la coexistence de la firme individuelle et de la grande société par actions et à justifier l'existence de cette dernière comme forme d'organisation efficiente⁹⁵.

L'argumentation repose sur la notion de complexité organisationnelle. Une organisation sera dite non complexe quand les informations spécifiques utiles à la décision sont détenues par un ou un petit nombre d'agents. Il sera alors efficient d'attribuer simultanément la fonction de gestion et la fonction de contrôle à ces agents. Dans ce cas, les détenteurs des créances résiduelles auront peu de possibilités de se protéger des comportements opportunistes du ou des détenteurs du pouvoir de décision. Le meilleur moyen de réduire les coûts d'agence est alors de donner le droit sur les créances résiduelles aux décideurs. Cette solution présente l'inconvénient de sacrifier les avantages de la spécialisation des fonctions de décision (mais dans un cas où ces avantages peuvent être limités) et renoncer aux avantages du partage des risques résiduels. Elle reste la meilleure tant que ces inconvénients sont moindres que ce que seraient les coûts de surveillance d'une relation d'agence.

Dans les organisations complexes, les connaissances spécifiques sont au contraire réparties entre différents agents de l'organisation. Les avantages de la spécialisation font que les coûts seront plus faibles si le pouvoir de décision est délégué aux agents qui détiennent les informations. Les problèmes d'agence qui en résultent sont limités en séparant les décisions de gestion des décisions de contrôle. De plus, les droits sur les créances résiduelles sont également, le plus souvent, diffusés entre un grand nombre d'agents. Il leur serait coûteux d'exercer eux même les décisions de contrôle ; Il est plus efficient pour eux de déléguer cette fonction. Ainsi, l'organisation, la plus efficiente serait caractérisée par la séparation de la gestion, du contrôle et de l'assomption des risques résiduels. C'est bien ce qui caractérise la société par actions « ouverte », celle où les actionnaires n'ont pas à intervenir dans le fonctionnement de l'organisation et où les créances résiduelles sont librement cessibles. Ainsi serait, pour l'essentiel, justifiée la séparation entre « propriété » et « contrôle ».

Fama et Jensen trouvent une confirmation de leur théorie dans le fait que, quasiment toutes les organisations, caractérisées par une séparation des fonctions de gestion de la décision et d'assomption du risque, présentent les mêmes structures de décision et de contrôle. Ils

⁹⁵ Coriat B. et Weinstein.O., 1995, Les nouvelles théories de l'entreprise, Le livre de poche, p. 95-101.

appliquent leur grille théorique à un spectre très large d'organisations (sociétés cotées, sociétés mutuelles, organisations à but non lucratif, sociétés « fermées »...). L'organisation de la grande entreprise moderne s'explique fondamentalement par son efficacité supérieure. « A la fois le droit et la sophistication des contrats relatifs à l'entreprise moderne sont le produit d'un processus historique dans lequel existaient de fortes incitations pour les individus à minimiser les coûts d'agence » (Jensen et Meckling [1976])⁹⁶.

Après avoir appréhendé le premier champ d'application de la TPA, relatif à l'explication de la diversité et de la répartition des formes organisationnelles, nous indiquons son deuxième champ d'application portant sur l'architecture des organisations fondée sur l'allocation des droits décisionnels à l'intérieur des organisations. Cette allocation ne reposant pas sur l'échange volontaire des droits entre acteurs, intervient *via* la politique organisationnelle. Les droits sont répartis par les dirigeants et leur respect est garanti par les systèmes de contrôle (évaluation de la performance et mesures incitatives) mis en place, compte tenu de l'environnement institutionnel. La répartition résulte des arbitrages entre les coûts liés à une mauvaise utilisation de la connaissance spécifique (décentralisation insuffisante des décisions) et ceux associés aux conflits d'intérêts (dû à la décentralisation). Les systèmes d'allocation des droits décisionnels (droits d'initier et de mettre en œuvre l'allocation des ressources, et ceux liés au contrôle), et de contrôle (incitation et évaluation de la performance) constituent les « règles du jeu organisationnelles ».

C'est la cohérence et la complémentarité entre allocation des décisions et système de contrôle qui sont censées déterminer le niveau d'efficacité organisationnelle⁹⁷.

4.4. Apport de la TPA en finance et à la gouvernance des entreprises

Rappelons que la théorie d'agence a pour objectif d'être une théorie générale de la coordination et du contrôle permettant de comprendre comment les règles du jeu organisationnelles affectent la capacité des dirigeants à atteindre leurs objectifs et de proposer des solutions pour les réformer de façon à créer davantage de valeur. Dans cette perspective, Jensen et Meckling (1998, p. 17) ont défini quatre principaux axes de recherche abordant respectivement : (i) la modélisation du comportement humain, les systèmes de contrôle

⁹⁶ Coriat B. et Weinstein O., 1995, Les nouvelles théories de l'entreprise, Le livre de poche, p. 101-102.

⁹⁷ Charreaux G., 2005, « Les grands auteurs en théorie des organisations : Michael Jensen : la théorie positive de l'agence et ses applications à l'architecture et à la gouvernance des Organisations », Cahier du FARGO – Centre de recherche en Finance, architecture et gouvernance des organisations, n° 1041203, p. 12-13.

(mesure de la performance, systèmes incitatifs), (ii) les liens entre la structure des tâches, (iii) les frontières organisationnelles et la nature de la technologie et, (iv) les relations entre les systèmes de gouvernance, la finance d'entreprise et la performance organisationnelle⁹⁸.

Cette inscription de la finance dans le cadre de la théorie des organisations allait conduire à accorder une place centrale à la notion de gouvernance des dirigeants, – de « gouvernance d'entreprise » –, pour étudier les décisions financières. La plus belle illustration en est l'article pionnier de 1976. Dans cet article et sur la base d'un modèle très simplifié par rapport à leur cadre général d'analyse, Jensen et Meckling, partent d'une situation où le dirigeant est le seul propriétaire. En introduisant successivement les coûts d'agence liés au financement par fonds propres externes, puis ceux associés à la dette financière, ils proposent un modèle explicatif de la structure de financement (dette contre fonds propres) ou, plutôt, pour reprendre leurs propres termes, de la structure de « propriété », opposant les propriétaires internes – les managers –, aux investisseurs externes (actionnaires non-dirigeants et créanciers financiers) ne jouant pas de rôle direct dans la gestion⁹⁹.

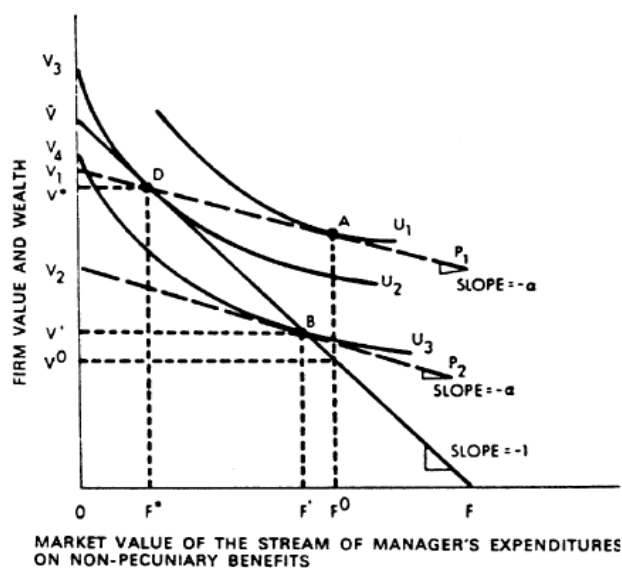


Fig. 1. The value of the firm (V) and the level of non-pecuniary benefits consumed (F) when the fraction of outside equity is $(1-\alpha)V$, and $U_j (j = 1, 2, 3)$ represents owner's indifference curves between wealth and non-pecuniary benefits.

Figure II.2 2 : Coûts d'agence et modèle de la structure de financement

⁹⁸ Charreaux G., 2005, « Les grands auteurs en théorie des organisations : Michael Jensen : la théorie positive de l'agence et ses applications à l'architecture et à la gouvernance des Organisations », Cahier du FARGO – Centre de recherche en Finance, architecture et gouvernance des organisations, n° 1041203, p. 16.

⁹⁹ 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, October, p. 305-360, p. 17.

Comme illustré ci-dessus, la performance résulterait de la réduction des coûts d'agence associés aux conflits d'intérêts entre le dirigeant et les apporteurs de capitaux externes (actionnaires ou créanciers, ces dernières catégories pouvant également entrer en conflit). Les chercheurs en finance ont porté leur attention sur les mécanismes, marchands ou organisationnels, susceptibles de s'expliquer par ce motif. De nombreuses pistes étaient déjà suggérées dans l'article pionnier de Jensen et Meckling, notamment, les audits des comptes, les systèmes de contrôle de gestion et les systèmes de rémunération visant à aligner les intérêts des actionnaires et des dirigeants, le caractère concurrentiel des marchés des dirigeants et des marchés financiers, les clauses des contrats obligataires, la production des états financiers, les procédures de règlement judiciaire, le rôle des analystes financiers¹⁰⁰.

Jensen a également donné une attention privilégiée aux prises de contrôle ce qui se retrouve au centre de l'un de ses plus célèbres articles (Jensen, 1986 a), dont l'influence allait également être très importante, dans la mesure où il donnait naissance à la « théorie du Free Cash-Flow », le Free Cash-Flow étant égal aux fonds excédant le montant nécessaire pour financer l'ensemble des projets potentiellement créateurs de valeur. Paradoxalement, cette théorie est connue davantage pour le rôle qu'elle attribue à la dette que pour l'éclairage qu'elle apporte aux prises de contrôle. De fait, elle n'est qu'un cas particulier du cadre général retenu par Jensen et Meckling. Dans cette contribution, Jensen s'intéresse plus spécifiquement aux cas où les pertes de valeur nées des conflits entre actionnaires et dirigeants sont les plus exacerbées, où le risque de gaspillage des fonds est le plus important, c'est-à-dire dans les entreprises disposant de Free Cash Flows. Ce gaspillage doit être éliminé en trouvant les moyens d'obliger les dirigeants à rendre ces Free Cash Flows aux investisseurs. Les dirigeants sont d'autant plus réticents à reverser ces fonds qu'il est dans leur intérêt de les conserver. Ces fonds leur permettent de disposer d'une marge de manœuvre supplémentaire en n'étant pas obligés de se soumettre au contrôle des investisseurs externes pour se financer.

Ils peuvent ainsi éventuellement autofinancer une politique de croissance qui, même si elle n'est pas créatrice de valeur, leur est habituellement profitable : les rémunérations des dirigeants sont souvent liées à la taille de l'entreprise. Cette politique de croissance est également favorable à l'ensemble des salariés dans la mesure où elle facilite les promotions. Il

¹⁰⁰ Charreaux G., 2005, « Les grands auteurs en théorie des organisations : Michael Jensen : la théorie positive de l'agence et ses applications à l'architecture et à la gouvernance des Organisations », Cahier du FARGO – Centre de recherche en Finance, architecture et gouvernance des organisations, n° 1041203, p. 19.

y'a donc conflit d'intérêts entre, d'une part, les dirigeants ou, plus généralement, l'ensemble des salariés et d'autre part, les actionnaires.

Jensen suppose alors qu'un des moyens les plus efficaces pour réduire les Free Cash Flows est de se financer par dette. Contrairement aux distributions de dividendes ou aux rachats d'actions, qui sont également un moyen d'éliminer le gaspillage des fonds, mais dont la survenance et l'importance restent fortement subordonnées aux décisions des dirigeants, la discipline par la dette est plus efficace. Les créanciers, si le service de la dette n'est pas honoré, peuvent exiger la mise en règlement judiciaire de la société. La dette constitue ainsi un levier disciplinaire fort pour réduire la latitude discrétionnaire des dirigeants, mesurée par le niveau des Free Cash Flows.

Cependant, cette efficacité de la dette est contingente à la situation de la firme. Selon Jensen, la dette n'assure une discipline efficace que pour les organisations disposant de Free Cash Flows substantiels mais de faibles opportunités de croissance ou, plus encore, pour les organisations en phase de déclin, particulièrement incitées à investir dans des projets non rentables. Sur la base de cette analyse du rôle de la dette, Jensen justifie l'efficacité des opérations de Leverage Buy Out (LBO) et de retraits de la bourse, financées par un recours important au levier d'endettement. Appliquant sa théorie aux prises de contrôle, Jensen prédit que celles qui sont financées au moyen de liquidités ou par recours à la dette, du fait de leur capacité à réduire le gaspillage des fonds, se révéleront plus rentables que celles dont le financement est assuré par échange de titres.

Plus récemment (Jensen et Murphy, 2004), Jensen précise sa conception de la gouvernance et l'objectif de maximisation de la valeur à travers son analyse (Jensen, 2004) des coûts d'agence associés à la surévaluation des marchés financiers et des défaillances du système de gouvernance des sociétés managériales, notamment à travers les comportements délictueux des analystes financiers, des banques d'investissement et des firmes d'audit lors des crises récentes. En particulier, Jensen attribue la dernière crise financière à la focalisation des dirigeants sur la seule croissance de la valeur boursière à court terme au détriment de la création de valeur à long terme. Il conclut en prétendant que l'objectif de maximisation de la valeur n'équivaut plus à la maximisation du cours de l'action, comme la finance traditionnelle l'a longtemps supposé et enseigné. Par ailleurs, et en complément, il préconise une réforme du rôle des administrateurs (Jensen et Fuller, 2003), de façon, d'une part, à ce qu'ils soient

garants de l'honnêteté et de l'intégrité de l'ensemble des membres de l'organisation, d'autre part, à ce qu'ils assurent un rôle d'intermédiaire entre les dirigeants et les marchés financiers, de telle sorte que ces derniers comprennent mieux les conséquences des choix stratégiques sur la valeur de la firme (Jensen et Murphy, 2004), assumant ainsi la responsabilité de la valeur stratégique (Strategic Value Accountability)¹⁰¹.

Qu'elles soient disciplinaires ou cognitives¹⁰², la plupart des théories micro de la gouvernance s'inscrivent dans la perspective de l'efficacité. La fonction d'un mécanisme de gouvernance et, plus généralement, d'un système de gouvernance, est de contribuer à améliorer l'efficacité de la firme. Ainsi, l'explication de mécanismes tels que le Conseil d'Administration ou les offres publiques d'achat hostiles sera, qu'en assurant une meilleure discipline des dirigeants, ils contribuent à accroître l'efficacité de la firme en lui permettant de créer davantage de valeur.

Toutefois, si la plupart de ces théories retiennent ce critère, elles lui attribuent des contenus différents. Les théories disciplinaires (notamment la TPA) privilégient dans la création de valeur la réduction des pertes d'efficacité liées aux conflits d'intérêts entre dirigeants et investisseurs financiers alors que les théories cognitives privilégient la création de nouvelles opportunités. Pour les premières, le critère d'efficacité est la valeur actionnariale alors que pour les deuxièmes, il est traduit par la capacité à créer une rente organisationnelle durable par l'innovation notamment. Un troisième courant synthétise les points de rencontre des deux dimensions disciplinaires et cognitives, et retient comme critère d'efficacité la capacité à

¹⁰¹ Charreaux G., 2005, « Les grands auteurs en théorie des organisations : Michael Jensen : la théorie positive de l'agence et ses applications à l'architecture et à la gouvernance des Organisations », Cahier du FARGO – Centre de recherche en Finance, architecture et gouvernance des organisations, n° 1041203, p. 20-22.

¹⁰² Charreaux G., (2004), les théories disciplinaires sont principalement les théories positive et normative de l'agence alors que les théories cognitives sont : théorie comportementale, théorie évolutionniste, théorie des ressources et des compétences.

créer une rente organisationnelle¹⁰³ de façon durable par l'innovation et la résolution des conflits¹⁰⁴.

Enfin, soulignons la contradiction entre la théorie de l'agence et la théorie de l'enracinement. La première propose des mécanismes de contrôle et d'incitation pour accroître l'efficacité de la gestion des dirigeants alors que la deuxième part du constat un peu désabusé, mais parfois bien réel, que ces mécanismes ne sont pas toujours suffisants pour contraindre les dirigeants à gérer l'entreprise en conformité avec les intérêts des actionnaires. Certains dirigeants sont guidés dans leurs actions par leur souhait de conserver leur place dans l'organisation et d'évincer d'éventuels concurrents. Leurs objectifs (premiers) sont de rendre coûteux pour l'entreprise leur remplacement ce qui leur permet d'augmenter leurs pouvoirs et leurs espaces discrétionnaires. D'où le terme d'enracinement. Enracinement et gouvernance d'entreprise ne font donc pas bon ménage. Nous permettra-t-on de dire que le monde n'est pas toujours idyllique et que l'enracinement est la réponse du berger dirigeant à la bergère de la gouvernance d'entreprise ? ¹⁰⁵.

4.5. Principales jonctions et explications des théories contractuelles des organisations :

Au terme de ces développements théoriques, nous retenons que la jonction entre les trois théories contractuelles se fait naturellement car les conflits d'agence portent nécessairement sur des droits de propriété et que toute coopération implique une transaction sur ces droits, entendus au sens large, c'est-à-dire relativement aux droits décisionnels résiduels et à l'appropriation des gains résiduels. Pour situer le débat par rapport au thème actuel de la création de valeur, central dans les préoccupations des gestionnaires, les conflits

¹⁰³ Charreaux G. (2004). Les théories de la gouvernance relevant du paradigme de l'efficacité reposent toutes, plus ou moins explicitement, sur un modèle particulier de création et de répartition de la valeur, associé à une théorie de l'organisation fondée sur l'efficacité. Toute organisation est supposée avoir pour but, via la coopération, de produire un surplus – la rente organisationnelle – par rapport aux ressources consommées, la répartition devant se faire de façon à garantir la pérennité de l'organisation en obtenant le concours des différents partenaires. La vision de la gouvernance, comme ensemble des règles du jeu managérial, s'adapte au modèle de création et/ou de répartition de la valeur retenu, lequel est lui-même associé à une conception particulière de l'efficacité et de la firme. On distingue le courant disciplinaire du courant cognitif.

¹⁰⁴ Charreaux G. (2004). Les théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux. Cahier du FARGO – Centre de recherche en Finance, architecture et gouvernance des organisations n° 1040101, p. 3-18.

¹⁰⁵ Vernimmen P., 2016, Finance d'entreprise, Dalloz, p. 956.

potentiellement associés à toute coopération naissent soit de l'allocation des décisions régissant le processus de création de valeur, soit de l'appropriation de la valeur créée¹⁰⁶.

En partant de deux hypothèses sur le comportement humain : le principe de rationalité limitée qui sous-tend l'incomplétude des contrats et l'opportunisme qui consiste à rechercher son intérêt personnel en tirant profit des asymétries d'information entre les agents, la thèse défendue par Williamson est que la diversité des formes contractuelles (contrat classique, néoclassique ou personnalisé) et donc des structures d'organisation (« *governance structures* ») est expliquée par les attributs des transactions et que le choix d'une structure organisationnelle répond avant tout à un critère d'efficacité : la forme choisie est celle qui, pour des caractéristiques données d'une transaction minimise les coûts. Ce principe central dans le dispositif théorique de Williamson sera repris dans les nouvelles approches néoclassiques de la théorie des droits de propriété et la théorie de l'agence.

En effet, l'analyse des droits de propriété est liée à celle des coûts de transaction car c'est leur existence qui fait que le système de droits de propriété a un effet sur l'allocation des ressources et son efficience. En particulier, une firme peut être considérée comme un ensemble de contrats qui établissent une certaine structure de droits de propriété complexes ce qui explique que le lien entre firme et système de droits de propriété, a fait l'objet de deux analyses importantes : « la firme capitaliste classique » et la grande société par action qui soulève la question de séparation entre propriété de l'entreprise par les actionnaires et contrôle par les managers. Cette forme d'organisation est confrontée aux thèses de Berle et Means selon lesquelles les managers, guidés par leurs propres intérêts, seront conduits à des comportements incompatibles avec les intérêts des actionnaires. Cependant, Alchian soutient que cette assertion est erronée car la question n'est pas tant de savoir ce que visent les managers, que ce qu'ils doivent faire s'ils veulent survivre.

La théorie d'agence partira de cette relation entre propriétaires et gestionnaire-dirigeant d'une société par action pour tenter une démonstration des conditions de l'efficience des diverses architectures et formes organisationnelles. En s'inspirant d'un modèle de rationalité individuelle permettant de rendre compte du comportement des individus, Jensen montre comment les règles organisationnelles représentent une solution alternative au mécanisme de

¹⁰⁶ Charreaux G., 1998, « La théorie positive de l'agence : lecture et relectures », IAE Dijon-Cregro / Latec, p. 3.

l'aliénabilité associé au marché pour assurer le contrôle des comportements (évaluation de la performance et incitation) et parvenir à allouer la connaissance de façon optimale, en tenant compte des coûts de transfert de la connaissance et des coûts d'agence résultant de la relation d'agence et des conflits d'intérêts entre agents et principal.

La notion de coûts d'agence est parfois considérée comme un des apports majeurs de la TPA. Selon la définition la plus générale qu'en donnent Jensen et Meckling (1992, p. 262), ils représentent les coûts résultants des conflits d'intérêt dans les situations de coopération et sont égaux à la somme des coûts de conception, de mise en œuvre et de maintenance des systèmes d'incitation et de contrôle et de la perte résiduelle, c'est-à-dire du manque à gagner lié à la résolution imparfaite de ces conflits. La question centrale est alors de déterminer, compte tenu des caractéristiques d'une relation d'agence, le type de structure contractuelle qui minimise les coûts d'agence.

En associant la notion de complexité organisationnelle à celle de dispersion de la connaissance spécifique et en étudiant l'efficacité des différentes configurations fonctionnelles (décision, contrôle, assomption du risque), Fama et Jensen (1983a, p. 304) parviennent à deux propositions fondamentales qui visent notamment à expliquer la coexistence de la firme individuelle et de la grande société par actions et à justifier l'existence de cette dernière comme forme d'organisation efficace. Cette efficacité est conditionnée également par la cohérence entre allocation des décisions et système de contrôle qui est définie par l'architecture interne de l'organisation (mécanismes de gouvernance).

La meilleure illustration de cette théorie explique notamment pourquoi le dirigeant d'une firme à structure financière mixte (contenant la dette et des capitaux externes) va sélectionner des activités telles que la valeur de la firme est inférieure à ce qu'elle aurait pu être s'il était le seul propriétaire ce qui induit des coûts d'agence. La performance résulterait de la réduction des coûts d'agence associés aux conflits d'intérêts entre le dirigeant et les apporteurs de capitaux externes à travers la mise en place de différents mécanismes.

Conclusion du chapitre II

A travers ce deuxième chapitre, nous avons précisé le cadre théorique de notre recherche. Il comprend dans un premier temps une définition des deux concepts qui sont la Corporate Gouvernance et la performance.

Dans une approche orientée vers les investisseurs, nous retenons que la gouvernance d'entreprise est l'ensemble des mécanismes qui encadrent le processus de création de la valeur pour les apporteurs des capitaux. Ils concernent les domaines suivants : la structure de gouvernance, les organes de gestion et de contrôle, le droit des actionnaires, la transparence et la diffusion de l'information notamment sur les rémunérations. La création de valeur étant mesurée par une panoplie d'indicateurs de performance comptables, financiers et boursiers.

Ensuite, nous avons défini les théories mobilisées, qui vont nous permettre de comprendre et d'expliquer les relations entre variables, à travers la présentation de deux clés de lecture des grandes théories de la firme : historique et conceptuelle. Les théories mises en perspective dans notre travail de recherche sont principalement la théorie d'agence et dans une moindre mesure la théorie des coûts de transaction qui montrent que les coûts d'agence et de transaction sont dommageables pour la performance des entreprises. La théorie d'agence explique notamment comment la mise en place des mécanismes de gouvernance permettent d'augmenter la valeur actionnariale à travers une réduction potentielle des coûts d'incitation et de contrôle ainsi que des pertes de revenus

CHAPITRE III : RELATION GOUVERNANCE ET PERFORMANCE

L'objectif de ce chapitre est de formuler nos hypothèses de recherche d'une part en mettant en perspective la théorie d'agence présentée auparavant et d'autre part en se basant sur les résultats des travaux empiriques analysant la relation entre la Corporate Gouvernance et la performance des sociétés.

Partant du constat qu'il n'existe pas un modèle académique de Corporate Gouvernance, certains travaux de recherche construisent leur propre indice de mesure de la qualité de la gouvernance tandis que plusieurs adoptent simplement des notations fournies par des recherches universitaires ou des cabinets spécialisés en la matière.

Nous allons ainsi expliquer la construction des indices les plus utilisés et examiner les résultats des travaux empiriques analysant la relation entre ces indices et la performance des firmes.

Nous allons également examiner les études effectuées par les cabinets spécialisés et nous interroger sur le degré d'adaptabilité des différents résultats obtenus par la doctrine étrangère au contexte Marocain.

Section I : Etudes empiriques sur la relation gouvernance performance

Les nombreux travaux de recherche sur le sujet se heurtent au problème de la définition d'une bonne gouvernance d'entreprise ce qui les amènerait notamment à se réfugier dans des notations fournies par des recherches universitaires ou des cabinets spécialisés en la matière. La plupart de ces travaux ont montré que la gouvernance a un effet significatif sur la performance de l'entreprise et sur sa valeur sur le marché, et ce pour différents contextes et indicateurs de performance¹⁰⁷.

Cette tendance est confirmée par le rapport de MERCER (2009)¹⁰⁸ qui synthétise les données de 36 recherches académiques concernant l'impact des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) sur la performance. Il révèle que 20 recherches montrent un lien positif entre les facteurs ESG et la performance de la firme ou de la participation alors que 3 études uniquement démontrent un lien négatif. Le rapport conclut qu'il existe un support général pour une corrélation positive importante entre la gouvernance et la performance chez les travaux de recherche qui ont examiné uniquement les facteurs de gouvernance. Cet effet de la gouvernance sur la performance vient en partie du fait que les entreprises subissent de plus en plus de pressions de la part des actionnaires et des forces du marché pour un bon système de gouvernance d'entreprise.

En effet, les investisseurs exigent de plus en plus des entreprises de mettre en application des principes rigoureux de gouvernance afin de réaliser de meilleures rentabilités sur leurs investissements. La raison en est que la plupart des investisseurs sont prêts à payer une prime pour les entreprises ayant des niveaux élevés de gouvernance. Par conséquent, la mise en place de mécanismes appropriés de gouvernance est un atout que l'entreprise pourrait utiliser

¹⁰⁷ Parmi les études récentes on peut citer celle de Bauer et al (2008) qui utilise les données fournies par le Governance Metrics International (GMI). Les entreprises japonaises constituant l'échantillon sont classées en fonction de six dimensions de gouvernance. Les auteurs ont analysé l'effet de la qualité de la gouvernance sur leurs performances. L'emploi de l'indice total montre que les entreprises ayant une meilleure gouvernance sont plus performantes que les autres à un taux égalant les 15% par an.

Black, Jang et Kim (2005) ont construit eux-mêmes un indice de gouvernance pour un échantillon composé de 515 entreprises publiques coréennes. Les résultats montrent une corrélation significative entre cet indice et la valeur de marché des entreprises évaluée par le Q de Tobin, le market/book et le market/sales.

¹⁰⁸ Mercer, 2009, « Shedding light on responsible investment : Approches, returns and impacts ».

pour avoir un avantage concurrentiel en attirant le capital, réduisant les risques financiers pour les investisseurs et par là le coût du capital (Louizi 2007)¹⁰⁹.

1. Evolution de la doctrine étrangère

1.1. Revue des travaux de recherche empiriques

Sanjai Bhagat, Brian J. Bolton et Roberta Romano considèrent que les composantes basiques d'un système de gouvernance portent sur le Conseil d'Administration, l'Assemblée des Actionnaires et l'exercice des droits de vote et la rémunération des dirigeants¹¹⁰.

En effet, les administrateurs non-salariés (indépendants ou externes) sont considérés par les investisseurs institutionnels comme étant un mécanisme critique de la Corporate Gouvernance. Les régulateurs ont codifié cette notion en exigeant que les comités d'audit, de rémunération et nomination soient composés exclusivement d'administrateurs indépendants et que ces derniers représentent la majorité du Conseil d'Administration.

Concernant les Assemblées d'Actionnaires et l'exercice des droits de vote, ces mécanismes donnent aux propriétaires l'opportunité de choisir et de remplacer les dirigeants, de se prononcer sur les propositions des dirigeants. Les actionnaires détenant un block d'actions (block holder) sont plus capables d'exercer leurs droits de surveillance sur les dirigeants que les actionnaires minoritaires car le coût de leur activisme est ventilé (supporté) sur plusieurs actions. Les blockholders sont ainsi considérés par la littérature comme mécanisme de Corporate Gouvernance¹¹¹.

Quand les coûts d'agence deviennent trop élevés, il est préférable de prendre le contrôle de la firme et concentrer la propriété réduisant ainsi les coûts d'agence. Les firmes qui adoptent des mécanismes anti-prise de contrôle sont qualifiées de firmes ayant une faible gouvernance tandis que l'absence de ces mécanismes est identifiée comme indicateur de bonne gouvernance. Le marché de contrôle est considéré ainsi par la littérature comme un

¹⁰⁹ Kolsi M. et Ghorbel H., 2011, « Effet des mécanismes de gouvernance sur la performance financière et boursière : cas des entreprises canadiennes », Working Paper, Recherche en comptabilité et finance, n°6, p. 5.

¹¹⁰ Bhagat S., Bolton B. J. et Romano R., 2007, « The Promise and Peril of Corporate Governance Indices », Law Working Paper, p. 6.

¹¹¹ Shleifer A. et Vishny. R.W., 1997, « A survey of Corporate Governance », Journal of Finance, 52, June, p. 737-775.

mécanisme externe de gouvernance (une institution externe à la firme qui discipline les dirigeants) contrairement aux mécanismes internes tel que le Conseil d'Administration qui permet d'atténuer les problèmes d'agence.

Un dernier élément clé de la gouvernance interne est la rémunération des dirigeants. En effet, la littérature s'est beaucoup intéressée au régime de rémunération par actions et stock option, en considérant qu'il permet d'établir un consensus entre les actions des dirigeants et les intérêts des actionnaires. Michael Jensen et Kevin Murphy sont allés jusqu'à défendre l'augmentation de la participation des dirigeants dans le capital comme moyen de motivation¹¹². Or, les scandales comptables ont transformé le débat sur la rémunération des dirigeants car ces derniers ont gagné des sommes colossales (10 à 100 Md\$) à la veille de la révélation des fraudes comptables et l'effondrement des cours ce qui affecte négativement la participation des investisseurs.

Ces moyens de motivation des dirigeants à travers des prises de participation dans le capital n'ont pas été entièrement abandonnés mais les associations des investisseurs ont plutôt recommandé des restrictions sur la forme et le montant de la rémunération des dirigeants ainsi que l'approbation par les actionnaires de la rémunération du CEO¹¹³.

Après l'identification des mécanismes de gouvernance clés qui sous-tendent la construction des indices de mesure de la qualité de gouvernance, nous allons expliquer la construction des indices les plus utilisés ainsi que les résultats des travaux empiriques analysant la relation entre ces indices et la performance des firmes.

La plupart des travaux de recherche empiriques, traitant de la relation entre la gouvernance et la performance, sont basés sur les données des firmes Américaines et Anglaises. Ils ont démontré une relation positive entre ces deux dimensions, à savoir la gouvernance et la performance quelle que soit la manière de les mesurer.

¹¹² Jensen M.C. et Murphy K.J., 1990a, « Performance Pay and Top Management Incentives », *Journal of Political Economy*, April, p. 225-265. Les auteurs ont calculé que la rémunération du CEO change seulement de \$3.25 pour une amélioration du cours de \$1000.

¹¹³ Bhagat S., Bolton B. J. et Romano R., 2007, « The Promise and Peril of Corporate Governance Indices », *Law Working Paper*, p. 7-11.

Nous avons ainsi analysé en profondeur 11 études empiriques dont les caractéristiques sont synthétisées dans le tableau ci-après :

Tableau III.1 1 : Liste des études empiriques

	Auteurs (date de publication)	Intitulé de l'étude	Période de l'étude	Approche	Résultats
1	Paul A.Gompers, Joy L. Ishii, Andrew Metrik (2003)	Corporate Governance and Equity Prices	1990-1999	Empirique	Positive
2	Lawrence D.Brown, Marcus L. Caylor (2004)	Corporate Governance and Firm Performance	2002	Empirique	Positive
3	LucianA. Bebchuk Alma Cohen Allen Ferrell (2004)	What matters in Corporate Governance	1990-2002	Empirique	Positive
4	Sanjai Bhagat, Brian Bolton (2007)	Corporate Governance and Firm Performance	1990 - 2004	Empirique	Positive et négative selon variables
5	David F.Larker, Scott A. Richardson, Irem Tuna (2007)	Corporate Governance, Accounting Outcomes and Organizational Performance	2002	Exploratoire PCA	Positive et négative selon variables
6	Sanjai Bhagat, Brian J.Bolton, Roberta Romano (2007)	The Promise and Peril of Corporate Governance Indices	2007	Analytique	Absence de lien significatif
7	Michael Klausner (2013)	Fact and Fiction in Corporate Law and Governance		Analytique	Limites des modèles
8	Lucian A. Bebchuk Alma Cohen Charles C.Y. Wang (2010)	Learning and The Disappearing Association Between Governance and Returns	2000	Empirique	Positive et Négative selon variables
9	Pankaj Varshney, Vijay Kumar Kaul, V.K Vasal (2012)	Corporate Governance Mechanisms and Firm Performance : A study of select Indians Firms	2002-03 et 2008-09	Empirique	Positive et Négative selon variables
10	Charlie Weir, David Laing and Phillip J. McKnight	An empirical analysis of the impact of corporate governance mechanisms on the performance of UK firms	1996	Empirique	Absence de lien significatif
11	Wolfgang D, Schillhofer A, Zimmermann H. (2003)	Corporate Governance and Expected Stock Returns : Evidence from Germany.	1998-2002	Empirique	Positive et Négative selon variables

1.1.1. Relation positive entre la Corporate Gouvernance et la performance

Les discussions académiques concernant le lien entre la Corporate Gouvernance et la valeur de la firme ont démarré par l'analyse de Paul A. Gompers, Joy L. Ishii, Andrew Metrick (2003).

Dans leur étude très connue sur « *la corporate gouvernance et le coût du capital* », Paul A. Gompers, Joy L. Ishii, Andrew Metrick (2003) s'interrogent sur l'existence d'une relation entre les droits des actionnaires et la corporate performance. Le contexte de leur étude coïncide avec la montée en puissance du marché obligataire qui a favorisé des OPA hostiles même sur des grandes compagnies. Ceci a poussé les états à adopter des lois anti-prise de contrôle et les firmes à restreindre les droits des actionnaires¹¹⁴.

Paul A. Gompers, Joy L. Ishii, Andrew Metrick ont construit un indice de gouvernance basé sur 24 critères de gouvernance « Gouvernance Index : G-Index », pour approcher l'équilibre des pouvoirs entre les actionnaires et les dirigeants au sein de 1500 firmes durant les années 1990. Ces 24 critères découlent des publications du centre de recherche de l'investisseur et se composent des catégories suivantes : tactiques pour retarder les OPA, les droits de vote, la protection des administrateurs dirigeants, les autres mécanismes anti-prise de contrôle et les lois étatiques (corporate bylaws and charters). Ils considèrent que le G-Index reflète l'équilibre du pouvoir entre les actionnaires et les dirigeants¹¹⁵.

A partir des données publiées par le centre de recherche de l'investisseur (IRRC), pour chaque firme les chercheurs rajoutent un point quand la firme respecte un critère qui réduit les droits des actionnaires. La somme des points représente ainsi le G-Index.

Les chercheurs ont divisé l'échantillon en 10 portefeuilles selon la notation G-Index. Ils ont ensuite examiné la relation entre la qualité de gouvernance des firmes et plusieurs mesures de performance : la rentabilité des actions, le Tobin's Q, qui a été par d'autres études comme indicateur de valeur de la firme¹¹⁶ ainsi que trois mesures comptables : la marge nette, le ROE

¹¹⁴ Gompers P. A., Ishii J.L. et Metrick A., 2003, « Corporate Governance and Equity Prices », The Quarterly Journal of Economics, vol. 118, n°1, Février, p. 1.

¹¹⁵ Gompers P. A., Ishii J.L. et Metrick A., 2003, « Corporate Governance and Equity Prices », The Quarterly Journal of Economics, vol. 118, n°1, Février, p. 5.

¹¹⁶ Depuis les travaux de Demsetz et Lehn [1985] et Morck, Shleifer, et Vishny [1988].

et la croissance du chiffre d'affaires. L'examen de cette relation s'est focalisé sur la comparaison entre les firmes qui se trouvent dans le quartile du haut appelé « le portefeuille des dictateurs » avec des dirigeants puissants et des actionnaires faibles et les firmes qui se trouvent dans le quartile du bas appelé « le portefeuille des démocrates » ayant des dirigeants à faible pouvoir et des actionnaires puissants : un portefeuille constitué des firmes ayant le plus faible G-Index « portefeuille des démocrates » surperforme par rapport au portefeuille constitué des firmes ayant le G-Index le plus élevé « portefeuille des dictateurs »¹¹⁷.

En effet, Paul A. Gompers, Joy L. Ishii, Andrew Metrick démontrent que les investisseurs qui achètent les firmes classées dans le quartile du bas (droits forts des actionnaires) et vendent les firmes classées dans le quartile du haut (droits faibles des actionnaires) ont réalisé une rentabilité anormale de 8,5% par année durant la décennie testée. Les chercheurs trouvent que les firmes où les droits des actionnaires sont plus forts, ont une valeur plus importantes, réalisent plus de profit et plus de croissance du chiffre d'affaires et font moins d'acquisitions et moins d'investissement¹¹⁸. Sur la période d'observation, (1990-1999), une augmentation de 1 point du G-Index est associée avec une baisse de 11.4 point du Tobin's Q.

A travers une analyse statistique des données, les chercheurs ont constaté que les firmes ayant les droits des actionnaires les plus faibles ont tendance à être de larges firmes de l'Index S&P 500 avec un cours boursier, une prise de participation par les institutionnels et un volume d'échange relativement élevés, ainsi qu'une faible performance boursière et une faible croissance du chiffre d'affaires. Or, les années 1990 coïncident avec la montée en puissance de l'activisme des investisseurs institutionnels et une forte attention accordée aux principes de gouvernance, les chercheurs s'attendaient à une baisse de la participation des institutionnels dans les firmes ayant un G-Index élevé autrement dit où les droits des actionnaires sont les plus faibles. Toutefois, les chercheurs n'ont constaté aucune évidence d'une telle réduction que ce soit en termes de corrélations (pairwise) ou d'analyse multi-variée suggérant l'absence d'une relation solide entre le G-Index et les changements de prise de participation par les institutionnels.

¹¹⁷ Gompers P. A., Ishii J.L. et Metrick A., 2003, « Corporate Governance and Equity Prices », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n°1, Février, p. 3.

¹¹⁸ Gompers P. A., Ishii J.L. et Metrick A., 2003, « Corporate Governance and Equity Prices », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n°1, Février, p. 34

Par ailleurs, du fait que l'expérience menée n'utilise pas une affectation aléatoire (random assignment), autrement dit les firmes n'adoptent pas les principes de gouvernance de façon aléatoire, les chercheurs n'ont pas pu conclure de l'existence d'une relation de causalité mais ils ont établi des évidences confirmant leurs hypothèses. GIM considère que ces résultats découlent de trois explications possibles : (i) les principes de gouvernance causent des coûts d'agence élevés. Les investisseurs sous-estiment les coûts d'agence au début de la période d'étude, 1990 étant la première année de l'observation, (ii) les principes de gouvernance ne causent pas des coûts d'agence élevés mais les dirigeants qui prévoient une faible performance en 1990, adoptent des mécanismes de gouvernance en 1980 qui limitent les droits des actionnaires, ou bien (iii) les principes de gouvernance ne causent pas des coûts d'agence élevés mais leur présence est corrélée avec d'autres caractéristiques de la firme non spécifiées (secteur d'activité, inclusion dans S&P 500, détention par les institutionnels ...) qui causent une performance anormale en 1990. Ils ont ainsi tenté de tester quelle hypothèse serait valable et ont trouvé plus d'évidences en faveur de la première et la troisième hypothèse (le secteur d'activité expliquerait 15 à 30% de la performance anormale).

Nous mettons l'accent sur la première hypothèse qui implique que des coûts d'agence élevés pour un G-Index élevé peuvent directement affecter la performance de différentes manières. (Augmentation de la rémunération des CEO et autres salariés, baisse de la productivité et la rentabilité des capitaux...). Une littérature consistante remontant au moins à Baumol [1959], Marris [1964], and Williamson [1964], soutient que les dirigeants pourraient entreprendre des projets non rentables afin d'en tirer des bénéfices personnels.

Enfin, vu l'insuffisance des données, les chercheurs concluent de la nécessité d'études plus approfondies pour vérifier la validité de ces hypothèses qui impliquerait l'adoption de politiques différentes¹¹⁹.

En acceptant les évidences empiriques qui indiquent que les principes de Corporate Gouvernance peuvent affecter significativement la valeur de la firme, Bedchuck, Cohen et Ferrel (2004) se sont interrogés sur les critères de gouvernance responsables de cette corrélation et qui méritent donc plus d'attention de la part des régulateurs et décideurs publics qui œuvrent pour l'amélioration de la Corporate Gouvernance. Parmi les 24 critères de GIM,

¹¹⁹ Gompers P. A., Ishii J.L. et Metrick A., 2003, « Corporate Governance and Equity Prices », The Quarterly Journal of Economics, vol. 118, n°1, Février, p. 4

ils ont supposé que 6 critères jouent un rôle significatif dans la corrélation entre les principes de gouvernance suivis par l'IRRC et la valeur de la firme et ont ainsi construit le E-Index (Entrenching provisions).

Ces 6 critères ont été identifiés à partir des principes de l'IRRC qui attirent lors de leur mise aux votes le maximum d'opposition de la part des actionnaires. Les chercheurs ont également menés leur propre analyse juridique et économique sur les implications des six critères avec le support de six éminents experts en fusion-acquisition qui exercent dans six grands cabinets d'avocats. Les entretiens menés avec ces experts permettent de réconforter le choix des 6 critères qui concernent ainsi : le conseil avec des mandats échelonnés ou renouvelables par tranche, la limitation des amendements statutaires aux actionnaires, les tactiques pour retarder les OPA (poison pills), les golden parachutes et exigence de la majorité pour la validation des fusions et des amendements des règlements¹²⁰, semblent favorables à l'enracinement des dirigeants dont les effets négatifs sur la valeur de la firme ne sont pas clairement établis par la littérature mais supposer une telle relation est théoriquement défendable (Bedchuk 2002)¹²¹.

Bedchuk, Cohen et Ferrel constatent enfin que le E-Index est négativement lié à la valeur de la firme mesurée par le Tobin's Q ainsi qu'à la rentabilité des actions sur la période 1990-2003 tandis qu'ils ne trouvent pas d'évidences de cette relation avec les 18 autres critères de GIM. BCF concluent que la relation entre la gouvernance et la performance est déterminée essentiellement par les 6 critères formant l'E-Index.

Au final, cette étude recommande de se focaliser sur une minorité de critères qui impactent le plus la rentabilité des portefeuilles et déconseille l'utilisation des Indices plus larges développés par les cabinets conseil aux investisseurs dont le plus influent est l'ISS (Institutional Shareholder Services)¹²² car ces Indices comportent des critères qui ne seraient pas au même niveau d'importance ou qui sont des produits endogènes des autres critères¹²³.

¹²⁰ Bebchuk L., Cohen A. et Ferrell A., 2009, « What matters in corporate governance ? », Review of Financial Studies, Février, vol. 22, n° 2, p. 1-2.

¹²¹ Bebchuk L., Cohen A. et Ferrell A., 2009, « What matters in corporate governance ? », Review of Financial Studies, Février, vol. 22, n° 2, p. 6.

¹²² ISS ont développé un indice de 61 critères (voir Brown et Caylor ,2004), GMI (Governance Metric International) ont été plus ambitieux en intégrant 600 critères dans leurs index.

¹²³ Bebchuk L., Cohen A. et Ferrell A., 2009, « What matters in corporate governance ? », Review of Financial Studies, Février, vol. 22, n° 2, p. 4-5.

Cependant, l'utilisation du BCF Index n'est pas aussi répandue dans le monde académique en comparaison à celle du GIM Index¹²⁴.

En 2004 Lawrence D. Brown, Marcus L. Caylor ont créé un Indice de gouvernance plus large que le GIM Index et le BCF Index en utilisant les données de l'ISS (Institutional Shareholder Services). Leur Index appelé « Gov-Score » est composé de 51 critères selon les domaines : Audit, Conseil d'Administration, Charte/ statuts (charter / bylaws), Compétence des administrateurs, rémunération des dirigeants et des administrateurs, concentration de la propriété et amélioration des bonnes pratiques. Les chercheurs ont ainsi créé un index « Gov-Score » comportant à la fois les mécanismes internes et externes de la gouvernance et l'ont relié aux performances opérationnelles, à la valeur de la firme et aux dividendes pour une base de 2327 firmes Américaines¹²⁵.

L'étude considère que, les dirigeants ont tendance à investir dans des projets qui servent leurs intérêts plutôt que ceux qui créent de la valeur pour les actionnaires (Jensen et Meckling, 1976; Fama et Jensen, 1983; Shleifer et Vishny, 1997). Une gouvernance effective a tendance à réduire les pouvoirs de contrôle donnés par les actionnaires aux dirigeants et augmente ainsi la probabilité d'investissement dans des projets à forte création de richesse (Shleifer et Vishny, 1997), suggérant que les firmes les mieux gouvernées ont de meilleures performances opérationnelles ce qui correspond à la première catégorie d'indicateurs de performance considérée par les chercheurs¹²⁶.

Ensuite, les régulateurs et les défenseurs de la Corporate Gouvernance affirment que les plus grands scandales boursiers (Adelphia, Enron, Parmalat, Tyco et WorldCom) sont dûs en grande partie à une pauvre gouvernance. Si leurs assertions sont valides, il devrait y avoir un marché Premium pour les entreprises bien gouvernées. Gompers et al (2003), Bedchuk, Cohen et Ferrell (2004) montrent que les firmes où le pouvoir des actionnaires est élevé ont

¹²⁴ Bhagat S., Bolton B. J. et Romano R., 2007, « The Promise and Peril of Corporate Governance Indices », Law Working Paper, p. 21.

¹²⁵ Brown L. D. et Caylor M. L., 2004, « Corporate Governance and Firm Performance », Working Paper, Georgia State University, p. 3.

¹²⁶ Brown L. D. et Caylor M. L., 2004, « Corporate Governance and Firm Performance », Working Paper, Georgia State University, p. 2.

un Tobin Q's plus important soit la deuxième mesure de performance considérée, suggérant que les firmes mieux gouvernées ont plus de valeur¹²⁷.

Enfin, l'hypothèse du free Cash-Flow (Jensen 1986) soutient que les actionnaires des firmes où le contrôle est délégué aux dirigeants, reçoivent moins de Free Cash-Flow à travers le paiement de dividendes car une large remontée des Free Cash-Flow réduit la capacité des dirigeants à investir dans des projets destructeurs de valeur (investissements d'extension, acquisitions à VAN négative...). Ceci est consistant avec l'idée selon laquelle les gains sont employés pour la construction de sièges imposants plutôt que dans des projets à VAN positive suggérant que les firmes mieux gouvernées remontent plus de cash aux actionnaires¹²⁸.

L'étude considère ainsi six critères de mesure de performance adoptés par d'autres recherches antérieures (Demsetz et Lehn 1985 ; Morck, Sheleifer et Vishney 1988 ; Bebchuk et Cohen 2003 ; Bebchuk, Cohen et Ferrell 2004 ; Paul A. Gompers, Joy L. Ishii, Andrew Metrick 2003) : le retour sur capital ROE, la marge nette et la croissance du chiffre d'affaires comme mesure de la performance opérationnelle, le Tobin's Q en tant que mesure unique de la valeur et enfin deux mesures de rémunération des actionnaires (payout) : dividendes et rachat d'action (stock repurchases)

Une notation binaire est attribuée aux firmes selon la conformité aux 51 critères (les pratiques de gouvernance sont minimalement acceptables) et permet de déduire le Gov-Score qui varie de 13 à 38 avec une moyenne de 22.5 et un écart type de 3.45¹²⁹.

A travers une première analyse (analyse croisée ou cross sectionnel analyses = analyse univariée), en utilisant les corrélations de Pearson et Spearman, les chercheurs constatent qu'à l'exception de la croissance du chiffre d'affaires, l'ensemble des mesures de performance sélectionnées ont une corrélation positive significative avec le Gov-Score.

Dans une deuxième analyse, les chercheurs comparent les mesures de performance des firmes classées dans le quartile du haut (Gov-Score élevé) et des firmes classées dans le quartile du

¹²⁷ Brown L. D. et Caylor M. L., 2004, « Corporate Governance and Firm Performance », Working Paper, Georgia State University, p. 2-3.

¹²⁸ Brown L. D. et Caylor M. L., 2004, « Corporate Governance and Firm Performance », Working Paper, Georgia State University, p. 4.

¹²⁹ Brown L. D. et Caylor M. L., 2004, « Corporate Governance and Firm Performance », Working Paper, Georgia State University, p. 10.

bas (Gov-Score bas) avec les performances moyennes du secteur. Les firmes du quartile du haut (bas) surperforment (sous performent) par rapport à la moyenne du secteur pour 4 mesures de performance (ROE, marge nette, Tobin's et dividendes) ;

Il ressort que les firmes bien gouvernées ont de meilleures performances opérationnelles (ROE et marge nette), plus de valeur (Tobin's Q), distribuent plus de dividendes aux actionnaires et rachètent plus d'actions alors que les firmes à faible « Gov-Score » ont de faibles performances opérationnelles, de faibles valorisations, paient moins de dividendes aux actionnaires et rachètent moins d'actions¹³⁰.

Les chercheurs ont examiné ensuite l'association des 8 catégories de gouvernance et des 51 critères de gouvernance avec les 6 mesures de performance sélectionnées. Il s'avère que la catégorie de critère de gouvernance liée au Conseil d'Administration et à la rémunération des dirigeants et des administrateurs est fortement associée à la performance alors que la catégorie relative aux mécanismes anti prise de contrôle qui est déterminante dans le GIM et le BCF, est moins associée à la performance. Ils constatent également que les critères relatifs à la présence des administrateurs aux Conseils d'Administration, à l'indépendance du conseil et du comité de nomination présentent un meilleur lien avec la performance¹³¹.

Pour un sous échantillon de 1010 firmes pour lesquelles, il est possible d'obtenir à la fois le Gov-Score et le G-Index, les chercheurs déduisent que le « Gov-Score » présente une meilleure mesure de la qualité de la gouvernance car il intègre une large panoplie de critères contrairement aux G et E-Index qui se focalisent plus sur les mécanismes anti-prises de contrôle. Il découle aussi d'une base de données plus large que celle des 2 autres indices (plus de 2000 firmes). Cependant, son inconvénient est qu'il est construit à partir des données de 2003 uniquement (la première année où l'ISS a commencé à collecter les informations) contrairement aux données provenant de l'IRRC qui s'étalent sur plusieurs années et qui alimentent le G et E Index.

Les chercheurs restent prudents quant aux conclusions à tirer de leurs travaux car les résultats de l'étude n'impliquent pas une relation de causalité ce qui est cohérent avec les autres

¹³⁰ Brown L. D. et Caylor M. L., 2004, « Corporate Governance and Firm Performance », Working Paper, Georgia State University, p. 12-13-14-15.

¹³¹ Brown L. D. et Caylor M. L., 2004, « Corporate Governance and Firm Performance », Working Paper, Georgia State University, p. 29.

recherches (Larcker et al 2004) qui reconnaissent l'impossibilité de résoudre le problème d'endogénéité des facteurs / variables. Ils considèrent qu'un horizon de données plus large est nécessaire avant d'essayer de vérifier une relation de causalité au sens de Granger.

Leurs travaux ont permis toutefois, d'introduire des réformes sur les exigences des trois bourses Américaines (American Stock Exchange AMEX, the New York Stock Exchange NYSE et le Nasdaq Stock Market NASDAQ). Les trois bourses exigent désormais, une majorité d'administrateurs externes indépendants et un processus de nomination et de rémunération indépendant suggérant que le respect de ces critères permettrait l'atteinte d'une meilleure performance¹³².

En 2005, David F.Larcker, Scott A. Richardson, Irem Tuna sont partis des études précédentes, qui examinent si les différentes structures de gouvernance impactent le comportement managerial et la performance organisationnelle, pour mener une analyse exploratoire incluant 2106 entreprises sur les mesures de la Corporate Gouvernance et leur liens avec la performance « Corporate Gouvernance, Accounting Outcomes, and Organizationnel Performance ».

Selon les chercheurs, il n'existe pas de théorie sur l'aspect complexe et multidimensionnel de la Corporate Gouvernance ni même un cadre conceptuel qui permettrait de sélectionner les caractéristiques de gouvernance les plus importants à intégrer dans une étude empirique. Ils soulignent que la plupart des études précédentes utilisent soit des Indices arbitraires (GIM, Gov Score..) qui ne captent pas toutes les dimensions de la gouvernance ou bien ils se limitent à un seul indicateur de mesure de la Corporate Gouvernance (% des administrateurs externes, la taille du Conseil d'Administration, la séparation entre Président et Directeur Général...) ¹³³.

Il n'existe pas non plus de modèle défini et accepté de tous pour mesurer la performance opérationnel future sachant que la performance actuelle serait la meilleure manière de l'approcher. Cependant, ceci enlèverait l'impact de la gouvernance que l'étude cherche à estimer. Les chercheurs considèrent les variables suivantes : la valeur du flottant (Market

¹³² Brown L. D. et Caylor M. L., 2004, « Corporate Governance and Firm Performance », Working Paper, Georgia State University, p. 30-31-32.

¹³³ Larcker D. F., Richardson S. A. et Tuna I., 2007, « Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance », Working Paper, Stanford University, p. 2.

cap), le ROA (rentabilité des actifs), le taux de marge opérationnel et la croissance du chiffre d'affaires.

En l'absence de modèle théorique sophistiqué, les chercheurs considèrent l'affirmation traditionnelle que des niveaux élevés de gouvernance sont associés à de meilleurs résultats comptables et économiques de la firme. Ils s'attendaient d'une part à une relation négative (positive) entre des indices supposés traduire une « bonne » (« mauvaise ») gouvernance et les ajustements exceptionnels ainsi que les retraitements comptables et d'autre part à une relation positive (négative) entre les indices supposés traduire une « bonne » (« mauvaise ») gouvernance et les performances opérationnelles et boursière¹³⁴.

Partant du constat de la difficulté de trouver des indices de mesure fiables et valides de la Corporate Gouvernance dans la littérature, les chercheurs ont considéré un large panel d'indicateurs incluant les caractéristiques du Conseil d'Administration, les mesures anti-prises de contrôle, les caractéristiques de rémunération ainsi que les caractéristiques liées à la propriété et à la structure du capital. En utilisant l'outil d'analyse exploratoire PCA (principal component analysis), les chercheurs constatent que 14 facteurs caractérisent les 39 indicateurs individuels considérés. Plusieurs facteurs sont nommés par les indicateurs pour lesquels, ils s'attendaient à un lien fort avec la performance (actionnaire actif, block, affilié, composition du CA, politique de rémunération, réunions, administrateur référent, anti-prise de contrôle 1 et 2, âge des administrateurs, nombre de mandat, dette, pouvoir des dirigeants, taille du CA).

L'étude démontre que ces facteurs sont corrélés à la performance opérationnelle et la rentabilité future des actions. Cependant, ces facteurs ont un faible lien avec les ajustements exceptionnels et encore moins avec les retraitements comptables.

Selon les chercheurs, ce résultat n'implique pas que la Corporate Gouvernance a un faible impact sur le comportement managérial ou sur la performance opérationnelle. Il indique seulement la limite de leur capacité en tant que chercheur à mesurer et capter la complexité de ce concept qui est la Corporate Gouvernance¹³⁵. D'autres investigations sont ainsi nécessaires

¹³⁴ Larcker D. F., Richardson S. A. et Tuna I., 2007, « Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance », Working Paper, Stanford University, p. 15.

¹³⁵ Larcker D. F., Richardson S. A. et Tuna I., 2007, « Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance », Working Paper, Stanford University, p. 3-4.

pour affiner les mesures de la Corporate Gouvernance et développer des modèles permettant un examen plus sophistiqué de l'importance des mécanismes de gouvernance.

1.1.2. Relation ambivalente entre la Corporate Gouvernance et la performance

En 2007, Sanjai Bhagat, Brian J. Bolton et Roberta Romano se sont interrogés sur la capacité des indices de gouvernance définis plus haut à impacter la Corporate Gouvernance et déduire les implications sur la politique publique. A travers leur article « The Promise and Peril of Corporate Governance Indices », les chercheurs démontrent analytiquement que l'établissement d'une relation entre la gouvernance et la performance est techniquement difficile car les deux variables sont endogènes et l'utilisation des indices existants amplifient le problème du fait que leur construction est basée sur deux affirmations incorrectes : les composantes de la bonne gouvernance ne varient pas selon les firmes et qu'elles sont complémentaires et non substituables¹³⁶.

Selon les chercheurs, les résultats des travaux académiques ont alimenté les cabinets conseil en gouvernance qui ont construit des indices commerciaux et ont créé un marché de rating gouvernance destiné aux investisseurs institutionnels et aux agences conseils en vote « proxy advising firms ». Le développement de ce marché s'est accéléré après la chute d'Enron et d'autres scandales financiers¹³⁷.

Ils considèrent que les composantes basiques d'un système de gouvernance portent sur le Conseil d'Administration, l'assemblée des actionnaires et l'exercice des droits de vote et la rémunération des dirigeants. La dimension la plus étudiée concerne la relation entre le Conseil d'Administration et la performance de la firme¹³⁸.

Après avoir examiné la méthodologie de construction des différents indices académiques et leur relation avec la performance, les chercheurs font une comparaison avec les indices commerciaux et les différences portent sur les quatre volets suivants :

¹³⁶ Bhagat S., Bolton B. J. et Romano R., 2007, « The Promise and Peril of Corporate Governance Indices », Law Working Paper, p. 4.

¹³⁷ Bhagat S., Bolton B. J. et Romano R., 2007, « The Promise and Peril of Corporate Governance Indices », Law Working Paper, p. 3.

¹³⁸ Bhagat S., Bolton B. J. et Romano R., 2007, « The Promise and Peril of Corporate Governance Indices », Law Working Paper, p. 6-7.

- Les indices commerciaux ne découlent pas d'une sommation de notation identique des différents critères. Les constructeurs de ces indices pondèrent le poids de chaque critère en utilisant leur appréciation de l'importance du critère ou une analyse quantitative pour déterminer le poids.
- A l'inverse du GIM et du BCF, ces indices n'intègrent pas les mécanismes anti prise de contrôle.
- Les indices commerciaux sont des classements relatifs à des firmes comparativement à d'autres firmes dans le même secteur, marché ou région géographique alors que les indices académiques sont des indices de classification de la qualité de gouvernance des firmes indépendamment des pratiques des firmes comparables.
- Le leader dans ce service qui est le ISS, met à jour les critères composant l'indice pour capter les tendances en gouvernance qui intéressent le plus les investisseurs institutionnels.

Les chercheurs ont ensuite apporté un éclairage économique sur le type de la relation (unilatéral ou bilatéral) entre la Corporate Gouvernance et la performance en tenant compte du caractère endogène de cette relation ainsi que des effets de la structure du capital (endettement) et de la structure de propriété.

Après avoir comparé l'impact des différents indices sur la performance, Ils concluent qu'il n'existe pas une relation significative entre aussi bien les indices académiques que commerciaux et les indicateurs de performance. Aucun indice ne peut mesurer convenablement la qualité de la gouvernance : les pratiques de gouvernance semblent dépendre du contexte particulier de la société et du secteur d'activité. Par conséquent, il est difficile pour un indice de capter les différentes nuances faisant partie de la prise de décisions.

Il en résulte toutefois qu'un simple critère qui porte sur le taux de détention d'actions / capital par les membres du Conseil d'Administration a un meilleur impact sur les indicateurs de performance que les indices académiques les plus réputés¹³⁹.

¹³⁹Bhagat S., Bolton B. J. et Romano R., 2007, « The Promise and Peril of Corporate Governance Indices », Law Working Paper, p. 5.

Enfin l'étude fait ressortir que ces indices sont très imparfaits et insatisfaisants et doivent être utilisés avec précaution par les pouvoirs politiques et les investisseurs en tentant de tirer des conclusions sur les performances futures d'une firme à partir d'un rating gouvernance.

Selon les chercheurs, une approche réglementaire doit s'orienter vers un régime de gouvernance transparent, conscient des avantages et inconvénients de la transparence. Ce régime doit reconnaître qu'il est impossible d'appliquer les mêmes exigences de gouvernance à toutes les firmes. Les investisseurs doivent également considérer ces indices à leur juste titre, en tant qu'information parmi plusieurs sur la qualité de la firme qui ne peut en aucun cas prédire de sa performance boursière¹⁴⁰.

D'un point de vue juridique, Michael Klausner analyse dans son article « Fact and Fiction in Corporate Law and Governance » les limites des différents modèles théoriques et empiriques dans l'évaluation de la qualité de gouvernance des firmes.

Dans une étude plus récente (2010), Bedchuck, Cohen et Ferrel sont arrivés à des constats similaires qui indiquent que la relation entre la gouvernance et la rentabilité des actions a disparu ces dernières années « Learning and The Disappearing Association Between Governance and Returns ».

En effet, selon les chercheurs, le marché financier a appris à distinguer entre les entreprises faiblement gouvernées et celles qui sont bien gouvernées tels que définis par les indices de gouvernance et de récompenser la différence dans les cotations des actions.

Cette étude conclut que durant les années 1990, les investisseurs ont progressivement appris à apprécier la différence entre les entreprises bien gouvernées et celles qui sont mal gouvernées. Les investisseurs ont par conséquent, poussé à la hausse les cours des actions des entreprises bien gouvernées. A partir du moment où les cours reflètent cette différence, il n'était plus possible d'utiliser le Scoring de gouvernance pour traduire une surperformance par rapport au marché.

Ce constat n'implique pas que les mécanismes de gouvernance contenus dans ces indices ne sont plus importants pour les investisseurs. Les chercheurs ont plutôt démontré que de la

¹⁴⁰Bhagat S., Bolton B. J. et Romano R., 2007, « The Promise and Peril of Corporate Governance Indices », Law Working Paper, p. 68.

même manière que dans les années 1990, les entreprises bien notées selon ces Indices continuent à réaliser de meilleures performances en termes de : ROA, taux de marge nette et croissance du chiffre d'affaires dans les années 2000 comparativement aux entreprises faiblement notées dans leur secteur d'activité. Les entreprises bien gouvernées ont également plus de valeur sur le marché telle que mesurée par Tobin's Q.

Par conséquent, la gouvernance est et restera toujours primordiale pour la performance des entreprises et la création de valeur pour les actionnaires.

1.1.3. Relation de la Corporate Gouvernance et la performance selon une seule dimension

Un autre courant de recherche s'est intéressé à l'analyse d'une seule dimension de mesure de la gouvernance et tente d'établir son lien avec la performance.

Gugler (1999) entreprend une étude sur les travaux empiriques concernant le lien entre la concentration de la propriété et la performance en partant des résultats de Berle et Means (1932) jusqu'aux études plus récentes par Leech (1991) et Cho (1998). Basé principalement sur des études Américaines et Anglaises, Gugler relève que la majorité de ces recherches montrent que les firmes contrôlées par les propriétaires performant mieux que celles contrôlées par les dirigeants.

Il est aussi souvent admis que l'indépendance du Conseil d'Administration augmente avec la proportion des administrateurs externes (John and Senbet 1998). Brickley et James (1987) trouvent des évidences qui suggèrent que la présence des administrateurs externes tend à réduire les avantages que les dirigeants s'octroient. Cependant Fosberg (1989) trouve qu'il n'existe pas de relation entre la proportion des administrateurs externes et les différents indicateurs de performance (Chiffre d'Affaires, rentabilité des titres, effectif) ; Hermalin et Weisbach (1991) démontrent l'absence de lien entre la proportion des administrateurs externes et la valeur de la firme (Tobin's Q) ; et Bhagat et Black (2002) relèvent l'absence de lien entre la proportion d'administrateurs externes et la valeur de l'entreprise, la rentabilité des capitaux et la rentabilité des actions¹⁴¹.

¹⁴¹ Brown L. D. et Caylor M. L., 2004, « Corporate Governance and Firm Performance », Working Paper, Georgia State University, p. 5.

A l'inverse, Baysinger et Butler (1985) et Rosensteins et Wyatt (1990) constatent que le marché réagit positivement à l'intégration d'administrateurs externes et Anderson, Mansi et Reeb (2004) démontrent que le coût de la dette est inversement relié à l'indépendance du Conseil d'Administration.

Ainsi, la relation entre la proportion des administrateurs externes, comme critère d'indépendance du conseil, et la performance de la firme semble ambivalente. Cette divergence des résultats s'expliquerait par le fait que les études qui se basent sur les états financiers et valorisation des firmes par le Tobin's Q constatent l'absence de lien entre l'indépendance du Conseil d'Administration et la performance des firmes alors que les études utilisant les données boursières et les données des emprunts obligataires constatent un lien positif. L'échantillon et l'horizon choisis de l'étude sont également des éléments importants¹⁴².

Un autre indicateur de la bonne gouvernance concerne la limitation de la taille du Conseil d'Administration : les défenseurs d'un Conseil d'Administration à taille réduite montrent que les bénéfices d'un large Conseil d'Administration sont réduits par la faible communication et prise de décision au sein d'un large groupe (Lipton and Lorsh 1992 ; Jensen 1993). De plus Jensen estime que lorsque le nombre d'administrateurs dépasse 7 ou 8, le conseil devient moins efficace et il est plus facile à contrôler par le CEO. Lipton et Lorsh (1992) suggèrent aussi de limiter le nombre d'administrateurs à 10.

Van den Berghe et Levrau (2004) considèrent que l'augmentation du nombre d'administrateurs permet d'élargir le champ d'expertise et de compétence du conseil. Forbes et Milliken (1999) trouvent des évidences qui suggèrent qu'un Conseil d'Administration d'une certaine taille réduit la dominance du CEO. Anderson et al (2004) montrent que le coût de la dette est plus bas pour les firmes ayant un large Conseil d'Administration car elles sont considérées comme ayant plus de contrôleurs de leur processus financier.

Vu la divergence des résultats relative à l'effet de la taille du Conseil d'Administration sur la performance de la firme, Bennedsen, Kongsted, et Nielson (2008) reconnaissent que l'association entre la taille du Conseil d'Administration et la performance de la firme pourrait

¹⁴² Brown L. D. et Caylor M. L., 2004, « Corporate Governance and Firm Performance », Working Paper, Georgia State University, p. 6.

dépendre de plusieurs caractéristiques de la firme telles que : la taille, l'âge, le secteur d'activité ainsi que d'autres facteurs non observables¹⁴³.

Certaines autres études se sont intéressées à l'effet de la présence de comités spécifiques au sein du conseil. Wild (1994)¹⁴⁴, par exemple, trouve que la réaction du marché aux rapports de bénéfices serait plus favorable après la formation d'un Comité d'Audit. En revanche, Vafeas et Theodorou (1998)¹⁴⁵ concluent que la formation de comités spécialisés au sein du conseil n'affecte pas essentiellement la performance de l'entreprise.

Enfin, les avis divergent sur l'efficacité du Conseil d'Administration quand son président cumule également la fonction de Directeur Général. Brickley, Coles et Jarrel (1997) considèrent que la dualité des pouvoirs permet une meilleure communication entre le management et le conseil. Rechner et Dalton (1991) estiment que cette dualité permet un pilotage effectif des activités et réduit ainsi les coûts d'agence entre les actionnaires et les dirigeants. Alors que les défenseurs de la séparation entre Président du Conseil d'Administration et Directeur Général (Chairman et CEO) montrent que les problèmes d'agence s'accroissent quand la même personne occupe les deux fonctions et que la séparation des fonctions conduit à une meilleure performance financière (Peel et O'Donnell (1995), Coles, McWilliams, Sen (2001), Lorsch et MacLver (1989), Millstein (1992)). En utilisant un échantillon de 452 firmes du classement annuel Forbes des 500 plus grandes firmes Américaines publiques entre 1984 et 1991, Yermack (1996) démontre que les firmes ont plus de valeur quand les fonctions de Président du Conseil et de Directeur Général sont dissociées. Palmon et Wald (2002) constatent que la structure de gouvernance optimale dépend de la taille de l'entreprise¹⁴⁶.

En 2012, une étude a été menée par Pankaj Varshney, Vijay Kumar Kaul et V.K. Vasal dans une université en Inde sur les mécanismes de gouvernance et les performances des firmes indiennes. Cette recherche examine la relation entre 4 critères de gouvernance (variables) : (i) taille du Conseil d'Administration (ii) composition du Conseil d'Administration, (iii) fonctionnement, et (iv) dualité des pouvoirs d'une part et d'autre part la performance de 105

¹⁴³ Varshney P., Kaul V.K. et Vasal V.K., 2012, « Corporate Governance Mechanisms and Firm Performance : A study of select Indian Firms », Working paper, University of Delhi, p. 4-5.

¹⁴⁴ Cité par Mejdoub (2008).

¹⁴⁵ Cité par Weir et al (2002).

¹⁴⁶ Varshney P., Kaul V.K. et Vasal V.K., 2012, « Corporate Governance Mechanisms and Firm Performance : A study of select Indian Firms », Working paper, University of Delhi, p. 9-10.

sociétés cotées indiennes en utilisant l'EVA en tant qu'indicateur de mesure principal de la performance¹⁴⁷. La définition adoptée de l'EVA est celle décrite par le cabinet Stern Stewart et Co.

Tenant compte de la caractéristique familiale des compagnies indiennes, Pankaj Varshny, Vijay Kumar Kaul et V.K Vasal supposent qu'une certaine taille du Conseil d'Administration va apporter à la compagnie plus de ressources dotées d'expertises diversifiées ce qui va contribuer selon la théorie de dépendance des ressources à l'amélioration de la performance. Ils formulent ainsi leur première hypothèse qui consiste en l'existence d'une association positive entre la taille du Conseil d'Administration et la performance de la firme en utilisant l'EVA en tant qu'indicateur de mesure principal de la performance. La même théorie est mobilisée par les chercheurs pour supposer l'existence d'une association positive entre le fonctionnement du Conseil d'Administration et la performance des firmes indiennes¹⁴⁸.

Par ailleurs, les évidences empiriques concernant l'impact de la proportion des administrateurs externes sur la performance ne sont pas concluantes. Les chercheurs analysent cet impact selon la perspective de la théorie d'agence qui considère qu'une certaine proportion d'administrateurs externes contribue à l'équilibre des pouvoirs entre les actionnaires et les dirigeants (Jensen et Meckling, 1976 ; Fama et Jensen, 1983 et Shleifer et Vishney, 1997). Il est tout à fait possible que les administrateurs externes des firmes indiennes travaillent pour le compte de ceux qui l'ont mandaté ce qui est probablement un phénomène propre aux économies émergentes. A cet effet, les chercheurs supposent que la proportion des administrateurs externes est positivement associée à la performance des firmes indiennes en utilisant l'EVA en tant qu'indicateur de mesure principal de la performance¹⁴⁹.

Quant à l'effet de la dualité des pouvoirs du PDG (Chairman et CEO), les chercheurs adoptent la perspective d'agence qui affirme l'existence d'un conflit entre le principal et l'agent et que par conséquent les fonctions de Président de Conseil d'Administration et de Directeur Général doivent être séparées. Selon Jensen (1993), si le DG est également Président du Conseil d'Administration, ceci conduit à la concentration des pouvoirs entre les mains du PDG et fait

¹⁴⁷Varshney P., Kaul V.K. et Vasal V.K., 2012, « Corporate Governance Mechanisms and Firm Performance : A study of select Indian Firms », Working paper, University of Delhi, p. 10.

¹⁴⁸ Varshney P., Kaul V.K. et Vasal V.K., 2012, « Corporate Governance Mechanisms and Firm Performance : A study of select Indian Firms », Working paper, University of Delhi, p. 4-6.

¹⁴⁹ Varshney P., Kaul V.K. et Vasal V.K., 2012, « Corporate Governance Mechanisms and Firm Performance : A study of select Indian Firms », Working paper, University of Delhi, p. 7.

qu'il prendra des décisions qui servent son propre intérêt plutôt que celui des actionnaires. Les changements réglementaires en Inde ont ainsi limité les pouvoirs du Président du Conseil d'Administration d'autant plus que les compagnies indiennes sont à dominance familiale.

Partant de ces changements réglementaires en Inde et de la perspective d'agence, les chercheurs ont posé leur quatrième hypothèse qui consiste en l'existence d'une association négative entre le cumul des fonctions (PCA et DG) et la performance des firmes indiennes en utilisant l'EVA en tant qu'indicateur de mesure principal de la performance¹⁵⁰.

Malgré le fait que l'EVA est utilisé par cette étude en tant qu'indicateur de mesure principal de la performance, les chercheurs ont utilisé d'autres mesures de la performance telles que le Tobin's Q et le ROCE ainsi que les variables de contrôle adoptées par les travaux de recherche antérieurs : la taille de la firme, le gearing (ou structure du capital), le type de compagnie (privé, étatique, étrangère..), le secteur d'activité, le beta de la société et la marge sur EBE qui traduit l'efficacité opérationnelle de la firme¹⁵¹.

A travers l'utilisation des modèles de régression OLS (ordinary least squares), l'étude démontre que la taille du Conseil d'Administration a un effet positif sur la performance quand elle est mesurée par l'EVA tandis que la taille du Conseil d'Administration n'a pas d'effet significatif sur les indicateurs de mesure traditionnels (Tobin's Q et le ROCE ..). La relation entre la proportion des administrateurs indépendants et la performance n'est pas évidente.

Ces résultats ne sont pas concluants à cause du manque d'administrateurs indépendants dans les sociétés familiales indiennes. Il existe ensuite une faible relation négative entre le nombre de réunions du Conseil d'Administration et la performance ce qui traduit une relation plus complexe entre l'activité du Conseil d'Administration et la performance des firmes. L'étude a révélé enfin une faible relation négative entre le cumul des fonctions de Président du Conseil d'Administration et de Directeur Général et la performance mesurée par l'EVA¹⁵².

¹⁵⁰ Varshney P., Kaul V.K. et Vasal V.K., 2012, « Corporate Governance Mechanisms and Firm Performance : A study of select Indian Firms », Working paper, University of Delhi, p. 9.

¹⁵¹ Varshney P., Kaul V.K. et Vasal V.K., 2012, « Corporate Governance Mechanisms and Firm Performance : A study of select Indian Firms », Working paper, University of Delhi, p. 14-15.

¹⁵² Varshney P., Kaul V.K. et Vasal V.K., 2012, « Corporate Governance Mechanisms and Firm Performance : A study of select Indian Firms », Working paper, University of Delhi, p. 33.

1.2. Revue des études effectuées par des cabinets spécialisés

La première réponse à la question « une bonne gouvernance d'entreprise permet-elle de créer de la valeur ? » est apportée par un sondage réalisé par McKinsey auprès d'investisseurs institutionnels. Ceux-ci s'étaient déclarés prêts à payer plus cher les actions d'une entreprise avec un bon système de gouvernance d'entreprise. La prime est modeste dans les pays où l'environnement juridique offre déjà une bonne garantie aux investisseurs (12-14% en Europe et en Amérique du Nord) alors qu'elle est très significative pour les pays émergents (30% en Europe de l'Est ou en Afrique)¹⁵³.

Dans son panorama des pratiques de gouvernance des sociétés cotées 2012, le cabinet Ernst and Young a analysé, pour chaque société de l'échantillon considéré, près de 150 critères prenant en compte les meilleures pratiques observées sur le marché Français, les principales recommandations émanant des différentes institutions Françaises et Européennes ainsi que les obligations réglementaires Françaises en termes de gouvernance, de contrôle interne et de gestion des risques.

L'échantillon est composé de l'ensemble des sociétés du CAC 40 et du SBF 120 ainsi que d'un panel de sociétés dont la capitalisation boursière est supérieure à 50 M€ (Midcaps) soit au total 179 sociétés. Parmi les 150 critères de cette grille d'analyse détaillée, 44 ont été sélectionnés pour établir un « rating gouvernance » destiné à évaluer chacune des sociétés Françaises.

Les sociétés les plus « offensives » en matière de gouvernance démontrent-elles une performance financière supérieure et sont-elles récompensées par les marchés ? Intuitivement, la relation entre bonne gouvernance et performance financière est une évidence. Statistiquement, une corrélation existe entre ces deux séries de données pour les sociétés du panorama. Cette assertion est corroborée par les conclusions de l'enquête Ernst & Young sur le Risk Management publiée en juin 2012. Ainsi, les sociétés les plus matures en matière de gestion des risques ont un pourcentage d'EBITDA deux fois plus important que celui de l'ensemble des sociétés étudiées sur la période 2004-2011.

¹⁵³ McKinsey, 2002, Investor Opinion Survey.

Le panorama montre que le rating des Bigcaps est globalement meilleur que celui des Midcaps

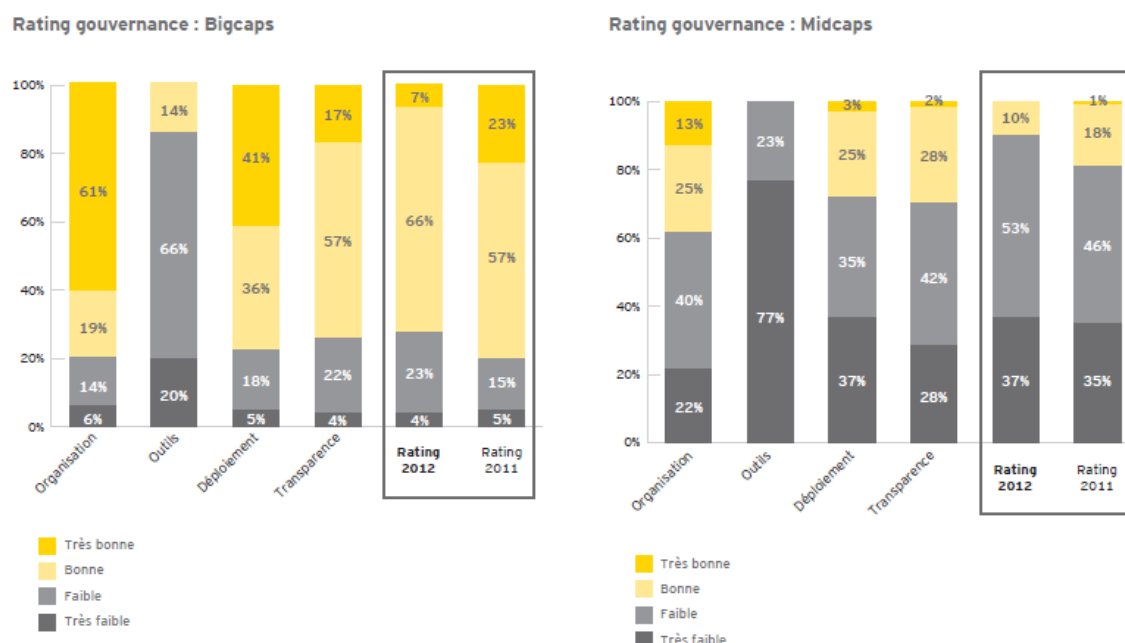


Figure III.1 1 : Rating gouvernance panorama Ernst & Young

A titre d'exemple, la composition et la structuration du Conseil (évaluées dans le rating « organisation » constituent le premier point fort des sociétés cotées Françaises : sur ces critères, les Midcaps ont progressé, réduisant sensiblement la part des sociétés ayant un rating « très faible » (22% des Midcaps en 2012 contre 36% en 2011) mais elles restent encore éloignées des pratiques des Bigcaps. Ces dernières ont également progressé : la part des sociétés ayant un rating « très bon » est passée de 49% en 2011 à 61% en 2012.

Par ailleurs, le cabinet EY considère que la relation entre bonne gouvernance et performance financière des sociétés a fait l'objet de plusieurs travaux universitaires approfondis. Dans ce cadre, la recherche d'indicateurs financiers et des critères de gouvernance présentant le meilleur indice de corrélation a suscité de nombreuses simulations. Au-delà de l'intuition naturelle qu'une bonne performance financière pérenne et une gouvernance de qualité sont liées, il faut se résoudre à constater qu'aucun modèle ne présente des résultats indiscutables en la matière.

Le Panorama 2012 effectué par Ernst and Young n'a pas l'ambition d'apporter une nouvelle contribution aux différentes approches statistiques et financières utilisées jusqu'à présent. Toutefois, l'exploitation des données disponibles dans cette étude permet d'illustrer l'existence d'une relation entre la performance financière des sociétés du panel (exprimée sous la forme du ratio résultat courant / chiffre d'affaires) et leur rating gouvernance.

Selon le rapport du cabinet Ernst and Young, il est au moins avéré que le déploiement des meilleures pratiques de gouvernance et le coût qu'elles représentent ne sont pas synonymes de performance financière dégradée¹⁵⁴.

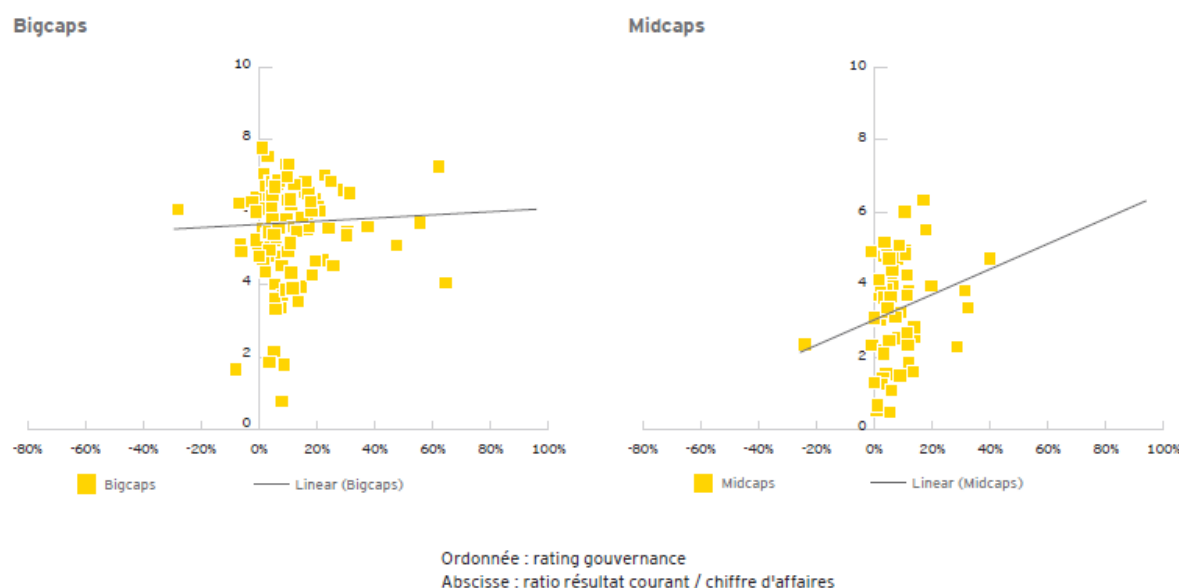


Figure III.1 2 : Relation rating gouvernance Ernst & Young et performance

La notation Proxinvest Governance Metrics 2013, propose une synthèse sur la gouvernance de chaque société de l'indice CAC 40. Chaque société est notée et classée selon une méthodologie commune reposant sur quarante deux facteurs de risque organisés en trois catégories (Démocratie actionnariale, Composition du conseil, Rémunération des dirigeants) et développée à partir des principes de gouvernance de Proxinvest.

A l'heure où les risques associés à une gouvernance médiocre sont universellement reconnus, la méthodologie Proxinvest Governance Metrics, une nouveauté de ce classement, permet

¹⁵⁴ Ernst & Young, 2012, « Panorama des pratiques de gouvernance des sociétés cotées Françaises », 10^{ème} édition.

également aux gérants d'actifs d'utiliser le risque de gouvernance dans leurs modèles de valorisation ou de construction de portefeuille. Outil complémentaire du service de conseil sur l'exercice des droits de vote, cette notation Proxinvest Governance Metrics qui, en amont du processus d'investissement aide à la sélection de valeurs et à la valorisation du couple rendement-risque des portefeuilles, facilite également, en aval du processus d'investissement, la politique d'engagement ou de dialogue des investisseurs auprès des sociétés investies, puisque la présence des actionnaires auprès des sociétés reste la clef de leur efficacité donc de la création de valeur.

Pour 2013, les sociétés ayant une note supérieure à la moyenne affichent une rentabilité totale moyenne sur cinq ans positive pour l'actionnaire (Total Shareholder Return - TSR moyen de 3,23% sur 2008-2012) alors que les groupes sanctionnés d'une note inférieure à la moyenne présentent une rentabilité moyenne négative sur la même période d'étude (TSR moyen de -1,03%). Selon Proxinvest, sept sociétés présentent ainsi un couple favorable de rentabilité positive sur la période 2008-2012 et de bonne gouvernance (Air Liquide, Essilor International, Gemalto, Kering, Legrand, Technip et Unibail-Rodamco) tandis que 12 sociétés combinent mauvaise gouvernance et rentabilité négative pour l'actionnaire (Accor, AXA, Bouygues, Carrefour, Crédit Agricole, Danone, EDF, Lafarge, Renault, Schneider Electric, STMicroelectronics, Total).

Cette méthodologie Proxinvest Governance Metrics récompense les sociétés assurant une saine démocratie actionnariale, respectant le principe « Une action-Une voix », ne verrouillant pas le capital, encourageant un actionnariat salarié indépendant du management, favorisant la séparation des pouvoirs et une supervision indépendante au sein des organes sociaux, assurant transparence, mesure et lien avec la performance à long terme de la politique de rémunération.

Enfin, la notation Proxinvest présente l'originalité d'une approche de la gouvernance exclusivement « investisseur ». Certaines questions ne sont pas couvertes ou traitées différemment par le code de gouvernance Français AFEP-MEDEF établi par les dirigeants d'entreprise, et les attentes des investisseurs en matière de gouvernance d'entreprise peuvent donc diverger sensiblement des préférences des dirigeants. Ainsi, le CAC 40 est par exemple

marqué par une concentration des pouvoirs souvent critiquée par nombre d'investisseurs mais pleinement acceptée par le code de place¹⁵⁵.

Par ailleurs, le cabinet international Stuart and Spencer, examine depuis 28 ans les tendances en matière de composition, fonctionnement et rémunération du Conseil d'Administration et publie le Board Index des 500 S&P compagnies à partir de leurs publications ainsi que des données des agences de notation.

2. Limite de la doctrine au Maroc :

Au terme de ces développements théoriques, nous pourrions nous interroger sur le degré de leur adaptabilité au contexte Marocain. Un contexte caractérisé par une prédominance des PME/PMI où le caractère familial est omniprésent et l'actionnariat est concentré. La propriété et le contrôle sont regroupés entre les mains des actionnaires majoritaires.

Cependant, dans le cas de détention du capital par des Holdings de type conglomérat, la structure de pilotage se trouve réduite et le contrôle exercé à travers les organes de gouvernance pourrait être plus léger, ce qui laisserait plus de latitude au management.

De façon générale, l'actionnariat au Maroc a tendance à s'éclater car les descendants des groupes familiaux seront amenés à intégrer dans le capital des partenaires professionnels et se financer sur le marché ce qui va les pousser à plus de transparence. Les investisseurs ne se contentent plus de la situation économique et financière des Emetteurs mais réclament de plus en plus des informations sur leur gouvernance ce qui pousse le régulateur à en tenir compte dans le cadre de la revue de sa circulaire qui définit les modalités d'application de la nouvelle loi en termes d'informations nécessaires à la prise de décision de la part des investisseurs.

A notre connaissance, la plupart des études ayant traité de la gouvernance au Maroc s'inscrivent dans le cadre des sciences juridiques. Leur apport aux sciences de gestion reste très limité.

En effet, la recherche académique sur cette thématique semble être très pauvre et quand elle existe, elle traite le sujet uniquement sous un volet conceptuel et analytique. Il n'existe donc à

¹⁵⁵ Rapport Proxinvest, 2013, « Notation Gouvernance CAC 40 – 2013 ».

priori aucune étude empirique sur la gouvernance des sociétés Marocaines et en particulier sur nos principaux axes de recherche qui sont l'évaluation de la Corporate Gouvernance et son lien avec la performance financière et boursière des Emetteurs Marocains.

Par ailleurs, le Code Marocain de bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise, s'inscrit dans ce sillage et souligne que « De nombreux travaux empiriques démontrent le lien entre les bonnes pratiques de Gouvernance d'Entreprise d'une part et la performance et la croissance des entreprises d'autre part. Il est en effet de plus en plus admis qu'un dispositif efficace de Gouvernance d'Entreprise permet non seulement d'améliorer les performances et la compétitivité des entreprises et accroître ainsi leur valeur à long terme grâce à la qualité de leurs organes de gouvernance (Conseil d'Administration, Conseil de Surveillance, Directoire, Conseil de Famille, Conseil de Direction...) mais contribue également à optimiser l'accès au financement et le coût du capital et à renforcer la confiance des investisseurs et des bailleurs de fonds nationaux et internationaux grâce à l'amélioration de la transparence et de la qualité de l'information financière d'une part et au respect des droits des actionnaires majoritaires et/ou minoritaires qu'ils soient résidents ou non d'autre part.... ».

Au Maroc, cet aspect ne mobilise pas les chercheurs intéressés par les sciences des organisations et les enquêtes mandatés par l'AMMC se limitent à l'évaluation des pratiques de gouvernance des sociétés Marocaines. Certains travaux abordant la nature économique et organisationnelle de l'entreprise Marocaine¹⁵⁶ relèvent deux grandes tendances dans la manière de composer les Conseils d'Administration et de pratiquer la fonction d'administrateur.

Au niveau des PME de type familial, le Conseil d'Administration correspond en réalité à un conseil de famille. La fonction d'administrateur correspond en général à une fonction factice, les règles juridiques de fonctionnement et d'organisation des sociétés anonymes sont, déviées, biaisées, voire ignorées. Le plus souvent, cette forme sociale est adoptée « en raison des avantages sociaux et fiscaux conférés aux dirigeants et du prestige qui s'attache à cette forme

¹⁵⁶ Benali D., 2001, « La petite et moyenne entreprise au Maroc », Fedirico caffè centre research, Rapport n°6 ; Oukassi M., 1998, « Etude sur le mode de direction des entreprises Marocaines », FSJES, Rabat-Agdal, , Mémoire DES ; Rigar M. et Solhi S., 2008, « Structure du capital et gouvernance des sociétés cotés au Maroc », Workin Paper, Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales Marrakech.

de société »¹⁵⁷. Il en résulte une « parodie de droit des sociétés »¹⁵⁸: des Conseils d'Administration qui se tiennent sur le papier, des « pseudo-administrateurs » qui signent après coup des procès-verbaux établis par le secrétariat ou le comptable de la société¹⁵⁹ ... Un tel travestissement est à ce point opposé aux principes de la Corporate Gouvernance qu'il est évidemment utopique de parler dans ce cadre d'organe de gouvernance efficaces.

Au niveau des grandes sociétés anonymes, qui sont souvent d'origine familiale mais dont les membres ont réussi à développer une envergure financière conséquente, il existe une volonté affichée et souvent verbalisée de se « mettre à niveau » sur le plan organisationnel et d'être en conformité avec les grands principes de la Corporate Gouvernance. Elles affichent en grande partie des outils modernes de gouvernance : comités spécialisés, auditeurs externes et conseils en management, certaines d'entre elles ayant même opté pour le mode dualiste d'administration, considéré comme l'une des manières les plus transparentes et les plus équilibrées d'organiser la gouvernance dans la société anonyme.

Cependant, une radioscopie fine du système de gouvernance met à nu la facticité des différentes mesures mise en œuvre et qui sont le plus souvent de nature « cosmétique », et n'impactent que très peu les règles du jeu de pouvoir¹⁶⁰. Cette double réalité, entre la volonté affichée de modernité et les desseins conservateurs dissimulés des dirigeants affecte de manière décisive le type et le profil des administrateurs retenus dans les Conseils d'Administration et par conséquent l'efficacité de ces organes¹⁶¹.

Nous pourrions en revanche nous référer à l'étude réservée à cette question en Tunisie, compte tenu des nombreuses similitudes que notre pays partage avec le système Tunisien de gouvernance des sociétés. Il s'agit notamment de l'étude de A.Omri qui s'intéresse à l'impact des systèmes de gouvernance sur la performance des entreprises Tunisiennes. Cette étude empirique est menée sur un échantillon de 43 entreprises cotées à la bourse de Tunis

¹⁵⁷ El Mernissi M., 1996, « Rapport introductif », Colloque sur le projet de réforme de la société anonyme, Revue Marocaine de Droit et d'Economie du Développement, n°37, p. 29 et suivante.

¹⁵⁸ Cozian M., Viandier A. et Deboissy F., Droit des sociétés, 15^{ème} édition, Paris, Litec, 2002.

¹⁵⁹ Cette pratique a un nom, il s'agit du « PV tournant », pratique qu'on retrouve même dans des sociétés anonymes importantes et structurées.

¹⁶⁰ Boufous Y. et Iraqui S., 2010, « Le nouveau visage du capitalisme marocain », Economie et Entreprise, Janvier.

¹⁶¹ Sbai S. E., 2012, « La société anonyme Marocaine et la Corporate Gouvernance », Thèse de Doctorat, Université Mohamed V, Faculté des sciences juridiques économiques et sociales à Rabat, p. 307-308-309.

observées sur une période de six ans de 1995 à 2000. Les caractéristiques du système de gouvernement ont été approchées par un ensemble de critères liés principalement à la structure de propriété (pourcentage de capital détenu par le dirigeants, présence des minoritaires, présence des majoritaires, ancienneté du dirigeant dans la direction de l'entreprise, changement de l'ancien dirigeant de l'entreprise, expérience du dirigeant exprimée en nombre d'années passées dans d'autres entreprises et taille du Conseil d'Administration) et la performance mesurée par le ratio de Marris et le rendement des actifs.

Les résultats obtenus traduisent un certain état de gouvernance des entreprises Tunisiennes. En effet, le marché boursier Tunisien est à l'état embryonnaire; il est caractérisé par une forte concentration de la propriété. La structure de propriété concentrée à majorité familiale ou étatique explique l'existence d'une relation étroite, positive, entre la performance et le pourcentage du capital détenu par le dirigeant, la présence des actionnaires majoritaires, l'ancienneté du dirigeant et la taille du Conseil d'Administration¹⁶².

¹⁶² Omri A., « Systèmes de gouvernance et performance des entreprises tunisiennes », Working Paper, Revue Française de Gestion, 2003, n°142.

Section II : Modèle explicatif

Avant de formuler nos hypothèses dont l'ensemble forme le modèle de notre recherche, nous donnons un éclairage sur les types de relation possibles entre les variables qui représentent nos observations.

En effet, le monde de la gestion étant un univers d'une grande complexité, le chercheur reste dans l'incapacité de représenter tous les phénomènes qu'il pourrait intégrer dans son analyse. Il a donc recours à la modélisation afin de représenter le phénomène ou le système qu'il souhaite comprendre et expliquer.

1. Les types de relation entre les variables d'un modèle

Un modèle selon Guillaume (1971) est « un système abstrait qui permet l'étude d'un phénomène ou d'un phénomène ou d'un système réel ». Ainsi, il n'existe pas de modèle unique mais autant de modèles que d'objectifs sous-jacents à la simplification et à la représentation. Ce type de recherche induit donc l'analyse d'une succession de relations de causalité formant le corps du modèle, où la variable dépendante devient elle-même variable explicative d'une autre variable qui, en définitive aide à influencer une troisième variable. Pour traiter ce type de modèle, nous disposons des méthodes d'analyse multivariée¹⁶³.

Dans les méthodes orientées variables, le chercheur identifie une variable « dépendante », c'est-à-dire une variable qui varie selon les cas choisis (un niveau de satisfaction de la clientèle, un niveau de performance des firmes par exemple) et aura pour objectif d'expliquer pourquoi cette variable varie comme elle varie. La causalité est alors établie à partir des covariances entre variables « indépendantes », ou variables explicatives, et variables « dépendantes ». Si une des variables « indépendantes » est fortement corrélée à la variable « dépendante », le chercheur pourra supposer une relation de causalité.

Une fois la nature de la relation déterminée, il importe d'en établir le signe. Dans une relation de causalité le signe se traduit de la façon suivante : il est positif lorsqu'une augmentation (ou une diminution) de X entraîne une augmentation (ou une diminution) de Y, et inversement. Dans une relation d'association, le signe de la relation est positif lorsque X et Y sont élevés ou faibles en même temps et négatif lorsque X est élevé quand Y est faible et inversement.

¹⁶³ Abarar I., 2012, « de la coexistence entre l'orientation stratégique et l'orientation marché en entreprise », Thèse de Doctorat, Université Montesquieu – Bordeaux IV, p. 127.

Enfin, la relation de causalité prend plusieurs formes : déterministe, probabiliste ou empirique (Lambin, 1993). D'un point de vue purement déterministe, il est possible de dire que A est la cause de B, lorsqu'un changement dans le niveau de A entraîne un changement dans le niveau de B. Quantitativement et si la relation est linéaire, on mesure alors l'existence d'une corrélation positive ou négative entre les deux variables (le sens de la relation, donc la causalité, étant déterminé d'un point de vue théorique ou inféré à partir des données empiriques). Ensuite, d'un point de vue probabiliste, la variable A peut être la cause de B, si sa présence augmente ou diminue la probabilité de B. Quantitativement, on calcule la probabilité d'apparition ou de non –apparition de B, lorsque A existe. Enfin, d'un point de vue purement empirique, il existe une relation entre A et B, s'il est possible d'inférer, à partir d'observations, l'influence de A sur B. Les deux premières formes (déterministe et probabiliste) se mesurent à l'aide d'outils statistiques ou probabilistes (corrélation, calcul de probabilité) alors que la dernière (empirique) est mise en évidence par l'observation du phénomène.

Pour résumer, le chercheur doit tout d'abord faire l'hypothèse d'une relation causale entre des variables soit parce que la théorie le permet, soit parce que l'observation tend à le mettre en évidence. Ce n'est que par la suite qu'il évalue et teste quantitativement ou qualitativement cette relation¹⁶⁴.

2. Hypothèses de recherche

La revue de la littérature basée sur l'apport des théories néo-institutionnelles des organisations dont la théorie de l'agence constitue aujourd'hui le courant dominant et sur les travaux de recherche empiriques traitant de problématiques similaires dans le contexte Anglo-Saxon pour la plupart, nous ont permis d'analyser la relation entre les mécanismes de gouvernance et la performance des Emetteurs Marocains et d'en donner des acceptions.

La théorie positive d'agence considère que dans une relation d'agence, chaque partie cherche à maximiser son utilité et qu'elle anticipe rationnellement l'effet de cette relation sur ses résultats futurs. Il y a peu de chance que les intérêts des parties soient convergents et donc que l'agent agisse spontanément conformément aux intérêts du principal. Ce dernier doit donc chercher à limiter les divergences en mettant en place un système d'incitation approprié ainsi

¹⁶⁴ Abarrar I., 2012, « de la coexistence entre l'orientation stratégique et l'orientation marché en entreprise », Thèse de Doctorat, Université Montesquieu – Bordeaux IV, p. 129-130.

que des moyens de surveillance (monitoring) visant à limiter les comportements aberrants de l'agent (Jensen et Meckling [1976]). Mais en règle générale, du fait des problèmes d'information, cela ne peut pas se faire sans coût.

En effet, la doctrine étrangère a démontré que la nécessité de mettre en place une gouvernance d'entreprise naît de la relation d'agence liant actionnaires et dirigeants. La gouvernance d'entreprise est le principal moyen dont disposent les actionnaires pour contrôler les dirigeants car elle vise à encadrer les pouvoirs décisionnels des dirigeants afin que ceux-ci ne s'attribuent pas des rentes de situation au détriment essentiellement des actionnaires, mais aussi des créanciers.

Sanjai Bhagat, Brian J. Bolton et Roberta Romano considèrent que les composantes basiques d'un système de gouvernance portent sur le Conseil d'Administration, l'Assemblée des Actionnaires et l'exercice des droits de vote, et la rémunération des dirigeants¹⁶⁵. Compte tenu de l'asymétrie d'information existante entre dirigeants et actionnaires, la gouvernance d'entreprise englobe dans son champ un quatrième pilier qui est la communication financière au sens large : information des actionnaires, travail des auditeurs... Ainsi un bon système de gouvernance d'entreprise, c'est-à-dire un bon corpus de règles, devrait permettre :

- De limiter les conflits existants ou potentiels entre les actionnaires et le management de la société ;
- De limiter l'asymétrie d'information par une transparence du management à l'égard des actionnaires¹⁶⁶.

2.1. Effet des caractéristiques des Emetteurs sur la Corporate Gouvernance

Paul A. Gompers, Joy L. Ishii, Andrew Metrick (2003) ont constaté que les firmes ayant les droits des actionnaires les plus faibles ont tendance à être de larges firmes de l'Index S&P 500 avec un cours boursier, une prise de participation par les institutionnels et un volume d'échange relativement élevés, ainsi qu'une faible performance boursière et une faible croissance du chiffre d'affaires. Ces chercheurs considèrent que les firmes n'adoptent pas les principes de gouvernance de façon aléatoire et que leur présence est corrélée avec d'autres caractéristiques de la firme non spécifiées (secteur d'activité, inclusion dans S&P 500 et donc taille, détention par les institutionnels ...).

¹⁶⁵ Bhagat S., Bolton B. J. et Romano R., 2007, « The Promise and Peril of Corporate Governance Indices », Law Working Paper, p.6.

¹⁶⁶ Vernimmen P., 2016, Finance d'entreprise, Dalloz, p. 955-956.

Dans leur étude sur la Corporate Gouvernance, résultats comptables et performance organisationnelle (2005), David F.Larker, Scott A. Richardson, Irem Tuna assument que la taille de la firme (mesurée par le log de la capitalisation boursière) et le secteur d'activité sont les deux déterminants exogènes de la Corporate Gouvernance de la firme¹⁶⁷. Sanjai Bhagat, Brian J.Bolton et Roberta Romano comparent l'impact des différents indices sur la performance et concluent qu'aucun indice ne peut mesurer convenablement la qualité de la gouvernance car les pratiques de gouvernance semblent dépendre du contexte particulier de la société et du secteur d'activité. A titre d'exemple, le secteur bancaire et financier est fortement réglementé ce qui pousse les sociétés de ce secteur à se conformer aux meilleurs standards de gouvernance.

De son côté, le panorama des pratiques de gouvernance des sociétés cotées 2012 effectué par le cabinet Ernst and Young révèle que le rating gouvernance des Bigcaps est meilleur que les Midcaps : la part des Bigcaps ayant un rating « bon » est passée de 57% en 2011 à 66% en 2012 alors que cette part est passée de 18% à 10% au niveau des Midcaps.

Enfin, le fait que le dirigeant soit un actionnaire important dans l'entreprise qu'il gère a pour effet notamment de réduire les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants dans la mesure où il risque de supporter pécutiairement la baisse de performance en cas de mauvaise gestion de sa part (Jensen et Meckling, 1976). Aussi, quand le capital est concentré, les actionnaires majoritaires sont incités à surveiller la direction, car ils supportent une part élevée de la destruction de la richesse (Demsetz et Lehn, 1985 ; Shleifer et Vishney, 1986).

Ces considérations théoriques pourraient s'appliquer à notre terrain d'observation qui porte sur les Emetteurs Marocains ce qui nous amène à formuler notre première hypothèse de recherche :

Hypothèse 1 : la qualité de la gouvernance des Emetteurs Marocains est influencée par plusieurs facteurs exogènes et endogènes et plus précisément, nous pourrions formuler les hypothèses suivantes :

- ✓ H1a : l'adoption des principes de gouvernance dépend de la taille des Emetteurs ;

¹⁶⁷ Larcker D. F., Richardson S. A. et Tuna I., 2007, « Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance », Working Paper, Stanford University, p. 36.

- ✓ H1b : l'adoption des principes de gouvernance dépend du secteur d'activité des Emetteurs ;
- ✓ H1c : l'adoption des principes de gouvernance dépend de la structure de propriété des Emetteurs (actionnaire majoritaire, institutionnel, flottant...).

2.2. Relation entre la Corporate Gouvernance des Emetteurs et leur performance

Notre question principale de recherche qui s'interroge sur l'existence d'une relation entre la Corporate Gouvernance et la performance, trouve son fondement théorique dans la préoccupation première des fondateurs de la TPA (Jensen et Meckling) qui était d'offrir une grille d'analyse aux managers leur permettant de comprendre l'incidence de la structure et des règles du jeu organisationnelles sur la performance et d'orienter leurs actions et décisions de façon à créer davantage de valeur. Ces règles du jeu organisationnelles traduisent les systèmes d'allocation des droits décisionnels (droits d'initier et de mettre en œuvre l'allocation des ressources, et ceux liés au contrôle), et de contrôle (incitation et évaluation de la performance)

Soulignons que l'un des axes de recherche défini par Jensen et Meckling aborde les relations entre les systèmes de gouvernance, la finance d'entreprise et la performance organisationnelle. Cette inscription de la finance dans le cadre de la théorie des organisations allait conduire à accorder une place centrale à la notion de gouvernance des dirigeants, – de « gouvernance d'entreprise » –, pour étudier les décisions financières. Cette caractéristique particulière de la théorie d'agence justifie d'emblée un lien direct avec notre problématique de recherche. Selon Jensen et Meckling, la performance résulterait de la réduction des coûts d'agence associés aux conflits d'intérêts entre le dirigeant et les apporteurs de capitaux externes (actionnaires ou créanciers, ces dernières catégories pouvant également entrer en conflit), les chercheurs en finance ont porté leur attention sur les mécanismes, marchands ou organisationnels, susceptibles de s'expliquer par ce motif. De nombreuses pistes étaient déjà suggérées dans l'article pionnier de Jensen et Meckling, notamment, les audits des comptes, les systèmes de contrôle de gestion et les systèmes de rémunération visant à aligner les intérêts des actionnaires et des dirigeants, le caractère concurrentiel des marchés des dirigeants et des marchés financiers, les clauses des contrats obligataires, la production des états financiers, les procédures de règlement judiciaire, le rôle des analystes financiers

Plus récemment (Jensen et Murphy, 2004), Jensen précise sa conception de la gouvernance et l'objectif de maximisation de la valeur à travers son analyse (Jensen, 2004) des coûts d'agence associés à la surévaluation des marchés financiers et des défaillances du système de gouvernance des sociétés managériales. En particulier, Jensen attribue la dernière crise financière à la focalisation des dirigeants sur la seule croissance de la valeur boursière à court terme au détriment de la création de valeur à long terme. Il conclut en prétendant que l'objectif de maximisation de la valeur n'équivaut plus à la maximisation du cours de l'action, comme la finance traditionnelle l'a longtemps supposé et enseigné. Il préconise par ailleurs, une réforme du rôle des administrateurs (Jensen et Fuller, 2003), de façon, d'une part, à ce qu'ils soient garants de l'honnêteté et de l'intégrité de l'ensemble des membres de l'organisation, d'autre part, à ce qu'ils assurent un rôle d'intermédiaire entre les dirigeants et les marchés financiers, de telle sorte que ces derniers comprennent mieux les conséquences des choix stratégiques sur la valeur de la firme (Jensen et Murphy, 2004), assumant ainsi la responsabilité de la valeur stratégique (Strategic Value Accountability).

Quant aux résultats de l'analyse empirique sur le sujet, ils montrent qu'une bonne gouvernance d'entreprise permet effectivement de créer de la valeur pour l'actionnaire. Ainsi, R. Bauer, N. Guenster et R. Otten ont démontré que les performances boursières des groupes cotés de l'indice FTSE 300 présentant une bonne notation en termes de gouvernance d'entreprise (attribuée par le cabinet Deminor) étaient sensiblement meilleures que celles des groupes ayant une « mauvaise » gouvernance. Ces résultats sont cohérents avec ceux mis en avant pour les sociétés Américaines par Paul A. Gompers, Joy L. Ishii, Andrew Metrick ¹⁶⁸.

Ces derniers démontrent que les investisseurs qui achètent les firmes classées dans le quartile du bas (droits forts des actionnaires) et vendent les firmes classées dans le quartile du haut (droits faibles des actionnaires) ont réalisé une rentabilité anormale de 8,5% par année durant la décennie testée.

Les chercheurs trouvent que les firmes où les droits des actionnaires sont plus forts, ont une valeur plus importante, réalisent plus de profit et plus de croissance du chiffre d'affaires et font moins d'acquisitions et moins d'investissements. GIM considèrent que ces constats découleraient de trois explications possibles¹⁶⁹ et qu'après les avoir testés, ils trouvent des

¹⁶⁸ Vernimmen P., 2016, Finance d'entreprise, Dalloz, p. 957.

¹⁶⁹ Cf. supra., p. 127.

évidences en faveur de la première et la troisième hypothèse. La première hypothèse implique en effet que des coûts d'agence élevés pour un G-Index (ou faible gouvernance) élevé peuvent directement affecter la performance de différentes manières (Augmentation de la rémunération des CEO et autres salariés, baisse de la productivité et la rentabilité des capitaux...). Une littérature consistante remontant au moins à Baumol [1959], Marris [1964], et Williamson [1964], soutient que les dirigeants pourraient entreprendre des projets non rentables afin d'en tirer des bénéfices personnels.

En effet, Lawrence D. Brown et Marcus L. Caylor considèrent que, les dirigeants ont tendance à investir dans des projets qui servent leurs intérêts plutôt que ceux qui créent de la valeur pour les actionnaires (Jensen et Meckling, 1976; Fama et Jensen, 1983; Shleifer et Vishny, 1997). Une gouvernance effective a tendance à réduire les pouvoirs de contrôle donnés par les actionnaires aux dirigeants et augmente ainsi la probabilité d'investissement dans des projets à création de valeur (Shleifer et Vishny, 1997), suggérant que les firmes les mieux gouvernées ont de meilleures performances opérationnelles (mesurées par le retour sur capital ROE, la marge nette et la croissance du chiffre d'affaires) ce qui correspond à la première catégorie d'indicateurs de performance considérée par Lawrence D. Brown et Marcus L. Caylor. Leur analyse empirique fait ressortir notamment que les firmes bien gouvernées ont de meilleures performances opérationnelles (ROE et marge nette) alors que les firmes mal gouvernées ont de faibles performances opérationnelles. Brown et Caylor sont prudents pour ne pas attribuer à leurs résultats une relation de causalité mais ils concluent que la catégorie de critère de gouvernance liée au Conseil d'Administration (présence, indépendance des administrateurs) présente un meilleur lien avec la performance.

Après avoir comparé l'impact des différents indices sur la performance, Sanjai Bhagat, Brian J. Bolton et Roberta Romano concluent qu'il n'existe pas une relation significative entre aussi bien les indices académiques que commerciaux et les indicateurs de performance. Selon les chercheurs, aucun indice ne peut mesurer convenablement la qualité de la gouvernance : les pratiques de gouvernance semblent dépendre du contexte particulier de la société et du secteur d'activité. Par conséquent, il est difficile pour un indice de capter les différentes nuances faisant partie de la prise de décisions.

Par ailleurs, l'exploitation des données disponibles dans le Panorama 2012 effectué par Ernst and Young permet d'illustrer l'existence d'une relation entre la performance financière des

sociétés du panel (exprimée sous la forme du ratio résultat courant / chiffre d'affaires) et leur rating gouvernance. Il est au moins avéré que le déploiement des meilleures pratiques de gouvernance et le coût qu'elles représentent ne sont pas synonymes de performance financière dégradée. La notation Proxinvest Governance Metrics 2013 montre que les sociétés mieux notées que la moyenne bénéficient d'une rentabilité totale moyenne sur cinq ans positive pour l'actionnaire (Total Shareholder Return - TSR moyen de 3,23% sur 2008-2012) alors que les groupes sanctionnés d'une note inférieure à la moyenne présentent une rentabilité moyenne négative sur la même période (TSR moyen de -1,03%).

En résumé, les mécanismes de gouvernance permettent de minimiser les coûts d'agence résultant des conflits entre les dirigeants et les apporteurs des capitaux (incitation, surveillance, obligation et perte résiduelle ou coût d'opportunité) et par conséquent d'améliorer nécessairement la performance de la firme. En s'inspirant de la construction des indices les plus utilisés, notre travail de recherche essaiera dans un premier temps de définir un indice de mesure de la Coporate Gouvernance des Emetteurs Marocains et d'étudier la corrélation entre cet indice et les indicateurs de performance comptables et boursiers utilisés par les études antérieures. Ce qui permet de formuler notre hypothèse générale de recherche de la manière suivante :

Hypothèse 2 : s'il existe une relation positive entre la qualité de la gouvernance (mesurée par un indice à définir) et la performance comptable et boursière des Emetteurs Marocains, les Emetteurs Marocains bien (mal) gouvernés seront caractérisés par une évolution positive (négative) de leur indicateur de performance comptable et boursière. Ceci est détaillé par indicateur de performance selon les sous-hypothèses suivantes :

- ✓ Hypothèse 2a : les Emetteurs bien gouvernés réalisent une évolution positive de leur chiffre d'affaires (CA) alors que les Emetteurs mal gouvernés réalisent une évolution négative du même indicateur ;
- ✓ Hypothèse 2b : les Emetteurs bien gouvernés réalisent une évolution positive de leur excédent brut d'exploitation (EBE) alors que les Emetteurs mal gouvernés réalisent une évolution négative du même indicateur ;
- ✓ Hypothèse 2c : les Emetteurs bien gouvernés réalisent une évolution positive de leur résultat d'exploitation (REX) alors que les Emetteurs mal gouvernés réalisent une évolution négative du même indicateur ;

- ✓ Hypothèse 2d : les Emetteurs bien gouvernés réalisent une évolution positive de leur résultat net part du groupe (RNPG) alors que les Emetteurs mal gouvernés réalisent une évolution négative du même indicateur ;
- ✓ Hypothèse 2e : les Emetteurs bien gouvernés réalisent une évolution positive de leur rentabilité (mesurée par la rentabilité des capitaux propres -ROE- ou la rentabilité des capitaux employés -ROCE-) alors que les Emetteurs mal gouvernés réalisent une évolution négative des mêmes indicateurs ;
- ✓ Hypothèse 2f : les Emetteurs bien gouvernés réalisent une évolution positive de leur cours boursier alors que les Emetteurs mal gouvernés réalisent une évolution négative du même indicateur.

Partant des résultats des travaux de recherche qui nous ont permis de poser notre hypothèse générale et plus particulièrement de ceux relatifs à l'étude menée par Paul A.Gompers, Joy L. Ishii, Andrew Metrick où les chercheurs démontrent que les investisseurs qui achètent les firmes classées dans le quartile du bas (droits forts des actionnaires) et vendent les firmes classées dans le quartile du haut (droits faibles des actionnaires) ont réalisé une rentabilité anormale de 8,5% par année durant la décennie testée, nous formulons ainsi notre troisième hypothèse :

Hypothèse 3 : un portefeuille constitué d'Emetteurs bien gouvernés réalise des performances comptables (mesurées par la marge sur EBE, la marge nette et le ROE) supérieures à la moyenne des performances comptables de l'ensemble des Emetteurs observés.

2.3. Effet des caractéristiques des Emetteurs sur la relation Corporate Governance et performance

La divergence des résultats des différents travaux analysant la relation entre la Corporate Governance et la performance est souvent attribuée au caractère endogène de cette relation ainsi qu'aux effets de la structure de la propriété et du secteur d'activité.

En effet, Sanjai Bhagat, Brian J.Bolton et Roberta Romano démontrent qu'un simple critère qui porte sur le taux de détention d'actions ou de capital par les membres du Conseil d'Administration a un meilleur impact sur les indicateurs de performance que les indices académiques les plus réputés. En partant du modèle d'agence qui considère que la divergence des intérêts entre les actionnaires et les dirigeants pousse ces derniers à prendre des actions

couteuses pour les actionnaires, Grossman et Hart (1983) expliquent que les contrats ne peuvent pas empêcher ces activités tant que les actionnaires ne sont pas capables de surveiller directement le comportement des dirigeants mais que la prise de participation dans le capital par les dirigeants pourrait les pousser à agir dans le sens des intérêts des actionnaires¹⁷⁰.

Vu la divergence des résultats relative à l'effet de la taille du Conseil d'Administration sur la performance de la firme, Bennedsen, Kongsted, et Nielson (2008) reconnaissent que l'association entre la taille du Conseil d'Administration et la performance de la firme pourrait dépendre de plusieurs caractéristiques de la firme telles que : la taille, l'âge, le secteur d'activité ainsi que d'autres facteurs non observés¹⁷¹. Palmon et Wald (2002) constatent que la structure de gouvernance optimale dépend de la taille de l'entreprise¹⁷². Nous pouvons ainsi formuler la dernière hypothèse de notre étude de la manière suivante :

Hypothèse 4 : la relation entre la gouvernance et la performance comptable et boursière des Emetteurs Marocains est impactée par plusieurs facteurs endogènes et exogènes. Il s'agit notamment de :

- ✓ H4a : la taille qui a un effet sur la relation entre la gouvernance et la performance ;
- ✓ H4b : le secteur d'activité qui a un effet sur la relation entre la gouvernance et la performance ;
- ✓ H4c : la structure de propriété qui a un effet sur la relation entre la gouvernance et la performance.

Le tableau qui suit résume les hypothèses issues de cette première phase de recherche :

¹⁷⁰ Bhagat S. et Bolton B. J., 2007, « Corporate Governance and Firm Performance », Working paper, Leeds School of Business, University of Colorado, p. 9.

¹⁷¹ Varshney P., Kaul V.K. et Vasal V.K., 2012, « Corporate Governance Mechanisms and Firm Performance : A study of select Indian Firms », Working paper, University of Delhi, p. 4-5.

¹⁷² Varshney P., Kaul V.K. et Vasal V.K., 2012, « Corporate Governance Mechanisms and Firm Performance : A study of select Indian Firms », Working paper, University of Delhi, p. 9-10.

Tableau III.2 1 : Corps des hypothèses

H1	La qualité de la gouvernance des Emetteurs Marocains est influencée par plusieurs facteurs exogènes et endogènes.
H1a	L'adoption des principes de gouvernance dépend de la taille des Emetteurs.
H1b	L'adoption des principes de gouvernance dépend du secteur d'activité des Emetteurs.
H1c	L'adoption des principes de gouvernance dépend de la structure de propriété des Emetteurs (actionnaire majoritaire, institutionnel, flottant...).
H2	Les Emetteurs Marocains bien (mal) gouvernés sont caractérisés par une évolution positive (négative) de leurs indicateurs de performance comptable et boursière.
H2a	Les Emetteurs bien gouvernés réalisent une évolution positive de leur chiffre d'affaires (CA) alors que les Emetteurs mal gouvernés réalisent une évolution négative du même indicateur.
H2b	Les Emetteurs bien gouvernés réalisent une évolution positive de leur excédent brut d'exploitation (EBE) alors que les Emetteurs mal gouvernés réalisent une évolution négative du même indicateur.
H2c	Les Emetteurs bien gouvernés réalisent une évolution positive de leur résultat d'exploitation (REX) alors que les Emetteurs mal gouvernés réalisent une évolution négative du même indicateur.
H2d	Les Emetteurs bien gouvernés réalisent une évolution positive de leur résultat net part du groupe (RNPG) alors que les Emetteurs mal gouvernés réalisent une évolution négative du même indicateur.
H2e	Les Emetteurs bien gouvernés réalisent une évolution positive de leur rentabilité sur les capitaux employés (ROCE) alors que les Emetteurs mal gouvernés réalisent une évolution négative du même indicateur.
H2f	Les Emetteurs bien gouvernés réalisent une évolution positive de leur cours boursier alors que les Emetteurs mal gouvernés réalisent une évolution négative du même indicateur.
H3	Un portefeuille constitué d'Emetteurs bien gouvernés réalise des performances comptables (mesurées par la marge sur EBE, la marge nette et le ROE) supérieures à la moyenne des performances comptables des Emetteurs observés.
H4	La relation entre la gouvernance et la performance comptable et boursière des Emetteurs Marocains est impactée par plusieurs facteurs endogènes et exogènes à ces Emetteurs.
H4a	La taille qui a un effet sur la relation entre la gouvernance et la performance.
H4b	Le secteur d'activité qui a un effet sur la relation entre la gouvernance et la performance.
H4c	La structure de propriété qui a un effet sur la relation entre la gouvernance et la performance.

Conclusion du chapitre III

Dans ce chapitre, nous avons analysé les travaux à l'origine des indices académiques (GIM, BCF, Gov-Score) et qui ont aussi analysé la relation entre la Corporate Gouvernance et la performance.

Paul A.Gompers, Joy L. Ishii, Andrew Metrick trouvent que les firmes où les droits des actionnaires sont plus forts (G-Index faible), ont une valeur plus importante, réalisent plus de profit et plus de croissance du chiffre d'affaires et font moins d'acquisitions et moins d'investissement. En partant du G-Index, Bedchuck, Cohen et Ferrel recommandent de se focaliser sur une minorité de critères qui impactent le plus la rentabilité des portefeuilles (E-Index) et déconseillent l'utilisation des indices plus larges, développés par les cabinets conseil aux investisseurs car ces indices comportent des critères qui ne seraient pas au même niveau d'importance ou qui sont des produits endogènes des autres critères.

Lawrence D.Brown, Marcus L. Caylor ont créé un indice « Gov-Score » plus large que le GIM et le BCF Index intégrant à la fois les mécanismes internes et externes de la gouvernance. Ils constatent que les firmes bien gouvernées ont de meilleures performances opérationnelles (ROE et marge nette), plus de valeur (Tobin's Q), distribuent plus de dividendes aux actionnaires et rachètent plus d'actions alors que les firmes à faible « Gov-Score » ont de faibles performances opérationnelles, de faibles valorisations, paient moins de dividendes aux actionnaires et rachètent moins d'actions.

Par ailleurs, Sanjai Bhagat, Brian J.Bolton et Roberta Romano ont comparé l'impact des différents indices aussi bien académiques que commerciaux sur la performance. Ils concluent qu'aucun indice ne peut mesurer convenablement la qualité de la gouvernance : les pratiques de gouvernance semblent dépendre du contexte particulier de la société et du secteur d'activité.

Enfin, ces résultats empiriques nous ont permis de formuler nos hypothèses dont l'articulation logique forme le modèle suivant :

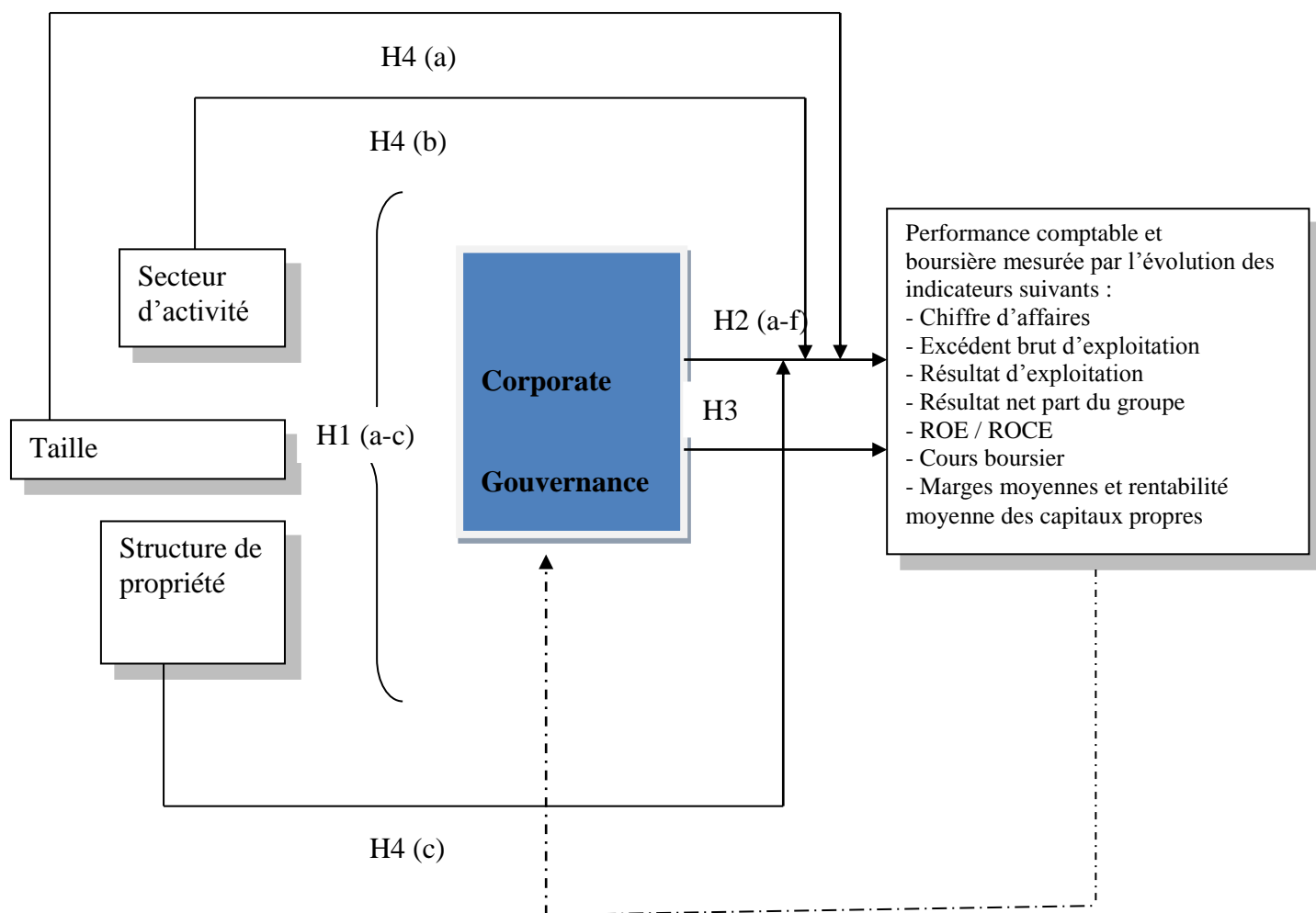


Figure III.2 1 : Modèle de recherche

Conclusion de la première partie

La Corporate Gouvernance des entreprises est l'un des principaux moyens permettant de résoudre les conflits entre les actionnaires et les dirigeants. Elle est dictée tout d'abord par le droit des sociétés mais en sus du cadre légal, il existe aussi des rapports ou codes de bonne conduite ajoutant des recommandations au cadre légal proprement dit.

Qu'elles soient disciplinaires ou cognitives, la plupart des théories micro de la gouvernance s'inscrivent dans la perspective de l'efficacité. La différence entre ces courants théoriques réside dans le fait que les théories disciplinaires (notamment la TPA) privilégient dans la création de valeur la réduction des pertes d'efficacité liée aux conflits d'intérêts entre dirigeants et investisseurs financiers alors que les théories cognitives privilégient la création de nouvelles opportunités. La théorie d'agence reste toutefois, la théorie la plus mobilisée par la plupart des travaux de recherche explorés, car elle sous-tend qu'en raison des divergences d'intérêts entre individus ou organisations, les relations de coopération s'accompagnent nécessairement de conflits inducteurs de coûts qui réduisent les gains potentiels issus de la coopération. Par conséquent, la mise en place de mécanismes de gouvernance est considérée par la théorie d'agence comme un mode de résolution de ces conflits ou plus exactement de réduction des coûts résultant des conflits entre les dirigeants et les apporteurs des capitaux et par conséquent elle permettrait d'améliorer la performance de la firme.

En revanche, le tour des débats et controverses sur la relation entre la Corporate Gouvernance et la performance nous fait constater que les résultats des travaux empiriques divergent aussi bien sur les indices de mesure de la Corporate gouvernance que sur leur effets sur la performance. Les chercheurs n'ont pas pu conclure à l'existence d'une relation de causalité mais ils ont néanmoins établi des évidences suggérant l'existence d'un effet positif de la gouvernance sur la performance quelle que soit la manière de les mesurer

Au-delà de l'ambivalence des résultats concernant la relation entre la Corporate Gouvernance et la performance, les études examinées nous ont permis de construire un indice de gouvernance sur la base des mécanismes identifiés comme clés par les différents travaux de recherche, de choisir les variables ainsi que les méthodes d'analyse et de formuler ainsi notre hypothèse générale de recherche qui implique que les Emetteurs Marocains bien gouvernés seraient caractérisés par une évolution positive de leur performance comptable et boursière.

DEUXIÈMEE PARTIE :

METHODOLOGIE ET
RESULTATS DE LA
RECHERCHE

Si l'observation est décisive dans le déroulement et l'aboutissement du processus scientifique, la manière de la conduire l'est tout autant. La question qui se pose alors est celle du choix de l'approche instrumentale du phénomène étudié, des moyens de recueil et d'analyse des données afin d'articuler de manière pertinente et rigoureuse les concepts et leur liens avec les faits. Plus précisément, cette question relève de l'objectif de la modélisation et de ses modes opératoires dans le cadre d'une confrontation au terrain.

Par conséquent, cette partie définit la méthodologie qui nous permettra de répondre à notre question principale de recherche portant sur l'existence d'une relation éventuelle entre la Corporate Gouvernance et la performance des Emetteurs Marocains. Les travaux de recherche aussi bien théoriques qu'empiriques démontrent que la Corporate Gouvernance a un effet positif sur la performance quelle que soit la manière de la mesurer. Si une meilleure gouvernance est associée à une meilleure performance alors nous pouvons supposer que les Emetteurs Marocains bien gouvernés surperforment par rapport aux Emetteurs moins bien gouvernés.

Après un éclairage sur les différentes postures épistémologiques et plus concrètement la justification du choix du mode de raisonnement et du dispositif méthodologique, nous définissons l'architecture de notre recherche, le choix du terrain ainsi que la sélection des instruments de mesure. L'ensemble de ces éléments sont ainsi décrits dans notre protocole de recherche qui permet de confronter les hypothèses proposées avec les données du terrain. Ce protocole comprend une description de l'échantillon, une définition de la grille de mesure de la qualité de gouvernance qui vise à construire la variable explicative – Scoring-Gov –, la justification du choix des variables à expliquer – Indicateurs de performance comptable et boursière – et la consolidation des résultats des différentes étapes moyennant le recueil de l'avis des experts.

Conscients de la complexité et des limites de ces deux concepts que sont la Corporate Gouvernance et la performance, nous considérons que nous pourrions les approcher et vérifier l'existence d'une relation éventuelle entre ces deux concepts. Certes, ce ne sera pas une relation de causalité car la gouvernance et la performance dépendent de plusieurs facteurs à la fois endogènes et exogènes.

CHAPITRE IV : POSTURE EPISTEMOLOGIQUE

La question méthodologique s'impose naturellement au chercheur dans la mesure où le processus scientifique vise à produire une connaissance objective de la réalité observée. La méthodologie empirique consiste à connecter le théorique au terrain. **Il est question de stratégies opératoires qui permettent de relier les aspects théoriques et le recueil de données par des choix méthodologiques.** C'est aussi, pour F. WACHEUX (1996, p.48, 86 et 258), l'appréhension des faits en relation avec la problématique et les logiques et outils adoptés pour l'observation et la collecte des informations. Selon ce même auteur, le chercheur peut construire sa propre méthodologie ou opter librement pour déterminer celle qui convient à son projet. Spécifique à l'objet théorique et empirique de la recherche, elle doit répondre à ses objectifs et à ses contraintes¹⁷³.

En revanche, l'appréhension du monde empirique dépend non seulement du degré de connaissance que le chercheur peut avoir du monde théorique mais aussi de son positionnement épistémologique qui va induire sa manière de « mesurer » en pratique ce qu'il observe. Il y'a lieu par conséquent de justifier notre positionnement épistémologique ainsi que le choix du mode de raisonnement et du dispositif méthodologique.

Le propos ici n'ayant aucunement la prétention de statuer sur la science, nous proposons cependant une réflexion générale sur l'activité scientifique. Selon Lecourt (2003, p. 368), « pour anticiper ce qui de l'inconnu est susceptible d'être acquis à la connaissance, la pensée scientifique doit inlassablement prendre le risque d'interroger le réel en fonction d'un possible dont elle sollicite les virtualités par la pensée et l'expérimentation. Et cette ferveur interrogative ne se satisfait d'aucune réponse apportée ».

En ce sens, la construction de connaissance en rapport avec les observations est la préoccupation centrale du chercheur. La science en tant qu'activité de production de connaissance renvoie à plusieurs types de connaissances et en amont à plusieurs attitudes et questionnements scientifiques desquels émergent ces types de connaissances. Pourquoi cela est ? Comment cela est-il ? Comment cela devrait-il être ?

¹⁷³ Tounés A., 2003, « L'intention entrepreneuriale, Une recherche comparative entre des étudiants suivant des formations en entrepreneuriat et des étudiants en DESS CAAE », Thèse de Doctorat, Université De Rouen, Faculté de Droit, des Sciences Economiques et de Gestion, Institut d'Administration des Entreprises, p. 207.

Section I : Les paradigmes épistémologiques

L'épistémologie a pour objet l'étude des sciences et des connaissances. Elle s'interroge sur ce qu'est la science en discutant de la nature, de la méthode et de la valeur de la connaissance. Tout travail de recherche repose sur une certaine vision du monde, utilise une méthode, propose des résultats, visant à prédire, prescrire, comprendre, construire ou expliquer. En amont de son travail de recherche, le chercheur doit mener une réflexion épistémologique qui va lui permettre d'asseoir la validité et la légitimité de sa recherche à travers trois questions :

- Quelle est la nature de la connaissance produite ? Est-elle objective, reflet d'une réalité qui existe indépendamment du chercheur ? Est-elle l'interprétation de la réalité par le chercheur ? Est-elle une construction de la réalité ? Il s'agit alors de s'interroger sur la vision du monde social qu'a le chercheur, sur la nature du lien sujet / objet et sur la nature de la réalité que le chercheur pense pouvoir appréhender.
- Comment la connaissance scientifique est-elle engendrée ? Par un processus d'explication ? De compréhension ? De construction ? Il s'agit alors de s'interroger sur le chemin de la connaissance emprunté.
- Quels sont la valeur et le statut de cette connaissance ? On s'interroge alors sur les critères qui permettront de valider la connaissance produite.

Les réponses apportées s'inspireront de trois grands paradigmes¹⁷⁴ épistémologiques usuellement identifiés en sciences de l'organisation : le paradigme positiviste, le paradigme interprétativiste et le paradigme constructiviste.

Le paradigme positiviste est souvent présenté comme le paradigme dominant les sciences de l'organisation et revendique un positionnement réaliste. Il existe des lois qu'il suffit de découvrir. Bien que critiqué en Europe, ce courant béhavioriste est dominant en Amérique du nord et a fourni des résultats importants et ouvert des voies nouvelles sur le plan théorique et empirique. Les apports de l'économie institutionnelle et des incitations, ceux de l'évolutionnisme et ceux enfin des ressources illustrent bien les quelques contributions récentes de ce courant. Le projet du positivisme est d'expliquer la réalité, pour

¹⁷⁴ *Un paradigme scientifique est un système de croyances relatives à ce qu'est une science, à ce qu'elle étudie et à la manière dont elle l'étudie.*

l'interprétativisme ce sera avant tout de la comprendre et pour le constructivisme, il s'agira essentiellement de la construire¹⁷⁵.

Un résumé des différentes réponses apportées par chacun des paradigmes est présenté dans le tableau ci-après :

Tableau IV.1 1 : Positions épistémologiques des différents paradigmes

Les Paradigmes Question Epistémologiques	Le Positivisme	L'interprétativisme	Le constructivisme
Quel est le statut de la connaissance ?	Hypothèse réaliste : il existe une essence propre à l'objet de connaissance	Hypothèse relativiste : l'essence de l'objet ne peut être atteinte (constructivisme modéré ou interprétativisme) ou n'existe pas (constructivisme radical)	
La nature de la « réalité »	Indépendance du sujet et de l'objet Hypothèse déterministe Le monde est fait de nécessités	Dépendance du sujet et de l'objet Hypothèses Intentionnalistes Le monde est fait de possibilités	
Comment la connaissance est-elle engendrée ? Le chemin de la connaissance scientifique	La découverte Recherche formulée en termes « pour quelles causes » Statut privilégié de l'expression	L'interprétation Recherche formulée en termes de « pour quelles motivations des acteurs » Statut privilégié de la compréhension	La construction recherche formulée en termes de « pour quelles finalités.. » Statut privilégié de la construction.
Quelle est la valeur de la connaissance ? les critères de validité	Vérifiabilité Confirmabilité Réfutabilité	Idiographie Empathie (révélatrice de l'expérience vécue par les acteurs »	Adéquation Enseignabilité

Avant de définir notre positionnement épistémologique ou le cadre de référence dans lequel, nous allons inscrire notre recherche, nous allons présenter les différents positionnements pris par chacun des paradigmes vis-à-vis, en premier lieu de la nature de la connaissance produite, en second lieu du chemin de la connaissance emprunté et enfin des critères de validation des connaissances utilisées.

¹⁷⁵ Thiétart R. A. et coll., 2007, Méthodes de recherche en management, 3^{ème} édition, Dunod.

1. La nature de la connaissance dans les différents paradigmes

La nature de la connaissance que l'on peut espérer produire va dépendre de la nature de la réalité que l'on espère appréhender, de la nature du lien sujet / objet que l'on retient et de la nature du monde social que l'on envisage.

Dans le cadre du positivisme, le chercheur va découvrir des lois qui s'imposent aux acteurs. Dans le cadre de l'interprétativisme, il va chercher à comprendre comment les acteurs construisent le sens qu'ils donnent à la réalité sociale. Dans le cadre du constructivisme, il va contribuer à construire, avec les acteurs la réalité sociale. Le tableau ci-après résume les différentes hypothèses développées par les trois paradigmes.

Tableau IV.1 2 : Hypothèses sous-jacentes à la nature de la connaissance produite

	Nature de la connaissance produite	Nature de la réalité	Nature du lien sujet /objet	Vision du monde social
Positivisme	Objective Acontextuelle	Hypothèse réaliste	Indépendance	Déterminée
Interprétativisme & Constructivisme	Subjective Contextuelle	Hypothèse relativiste	Interdépendance	Intentionnelle

Comme le signale M. Marchesneay (2005), les connaissances en sciences de gestion sont structurées en fonction de 3 apports :

- Un apport en termes de description (de pratiques et de techniques) – question de la pertinence ;
- Un apport en termes d'explication au regard d'une diversité de modèles et de théorie – question de la rigueur ;
- Un apport en termes de prescription si l'on considère que les sciences de gestion appartiennent aux sciences de l'action – question de l'impact.

Pour leur part, K. Lukka et M. Granlund (2002) proposent de classer les modalités de conceptualisation de ce savoir actionnable par référence à trois orientations de la recherche :

- Le consulting research (forte orientation sur les pratiques, évidence empirique construite sur les études de cas et vocation prescriptive avec l'accent mis sur l'impact) ;

- La basic research (analyse ex post, approches quantitatives à vocation explicative avec l'accent mis sur la rigueur) ;
- Et la critical research (est le mix des deux autres avec des modalités de preuves empiriques construites sur des études plutôt qualitatives à visées compréhensives avec l'accent mis sur la pertinence).

Les approches quantitatives se caractérisent par leur visée resserrée, les approches qualitatives par leur visée plus large, donc plus floue mais porteuse de compréhension, aucune des deux ne pouvant se dispenser de la rigueur¹⁷⁶.

2. Le chemin de connaissance selon les paradigmes

Le chemin de la connaissance qu'emprunte le paradigme positiviste est largement guidé par l'idée que « la réalité connaissable a un sens en elle-même et que ce sens ne dépend pas nécessairement des préférences personnelles des observateurs qui s'efforcent de l'enregistrer sous forme de détermination (qu'elles soient lois, principes, causes, conjectures ou théories) » (Le Moigne, 1995). La recherche analytique et positiviste préfère se cantonner au réalisé puisqu'il est donné, fragmentable, et dont elle pense pouvoir tirer des régularités sinon des lois. Elle s'aventurera au mieux jusqu'au potentiel par des procédures d'extrapolation ou de prolongement de tendances.

Pour l'interprétativisme, le chemin de la connaissance passe par la compréhension du sens que les acteurs donnent à la réalité. Les constructivistes partagent cette approche de recherche mais soutiennent que cette démarche de compréhension participe à la construction de la réalité des acteurs étudiés¹⁷⁷.

3. Différents critères de validité de la connaissance

Ces différents paradigmes vont évidemment proposer des critères de validité distincts, pour juger de la pertinence des résultats obtenus par le chercheur. Les critères de validité dépendent de la façon dont chacun des paradigmes répond à la question de la scientificité des connaissances.

¹⁷⁶ Martinet A.C et Pesqueux Y., 2013, Epistémologie des sciences de gestion, Vuibert, p. 47-48.

¹⁷⁷ Martinet A.C et Pesqueux Y., 2013, Epistémologie des sciences de gestion, Vuibert, p. 34.

Pour le positivisme, il est possible de distinguer clairement les connaissances scientifiques des connaissances non scientifiques à travers l'application de critères de validité précis et universels. Le constructivisme remet profondément en cause la notion de vérité scientifique et la définition de critères précis et universels de distinction entre science et non-science. Il suggère une approche de la connaissance en termes de validité éthique c'est-à-dire basée sur des critères et des méthodes pouvant être soumis à discussion.

Les études sur l'organisation sont conçues comme un dialogue entre chercheurs (Kuhn,1983) ce qui implique que le progrès de la connaissance passe par la confrontation des théories issues de ces études. Pour le positivisme, les critères de validité de la connaissance sont : la vérifiabilité, la confirmabilité et la réfutabilité. Selon le principe de la réfutabilité, défini par Popper, on ne peut jamais affirmer qu'une théorie est vraie, mais on peut en revanche affirmer qu'une théorie n'est pas vraie, c'est-à-dire qu'elle est réfutée. Pour respecter ces critères, la seule méthode reconnue par le positivisme est celle qui respecte la logique déductive comme étant la seule logique qui permet d'avoir une reproduction objective de la réalité contrairement à la logique inductive qui permet plutôt de passer d'observations particulières à des énoncés généraux.

Les interprétativistes et les constructivistes remettent en cause la primauté de la logique déductive et le caractère universel des critères de validité proposés par les positivistes. Pour les interprétativistes, les critères de validité sont d'une part le caractère idéologique des recherches et d'autre part les capacités d'empathie que développe le chercheur. Pour le constructivisme, les critères de validité sont encore en discussion. Les auteurs ont présenté le critère d'adéquation (ou encore de convenance) proposé par Glaserfeld (1988), le critère d'enseignabilité défendu par Le Moigne(1995). L'énoncé de ces critères ne conduit pas les constructivistes à imposer une méthode de la connaissance mais leur permet d'accepter et de défendre une pluralité de méthode : déductif, analogie, métaphore....

Section II : Choix de la posture épistémologique

1. Choix de la posture positiviste

Partant des grilles de lecture de ces différents paradigmes, nous inscrivons notre projet de recherche dans le courant dominant positiviste, car il vise à traduire une perspective objectiviste du monde (les objets existent naturellement indépendamment de nos expériences), à découvrir des régularités, à comprendre et expliquer des observations empiriques en mobilisant des théories positivistes.

A ce titre, les travaux de gouvernance qui s'inscrivent dans le cadre de la théorie de l'agence et posent la maximisation de la valeur actionnariale ainsi que le modèle de l'homme de Jensen et Meckling, comme allant de soi voire naturels, jouissent d'un a priori d'objectivité scientifique, alors que ceux qui se situent dans la théorie des parties prenantes et la création de valeurs partenariales sont suspectés d'être idéologiquement orientés. Ce qu'ils sont bien sûr, de façon très explicite alors que les premiers le sont tout autant, mais d'une façon devenue largement sinon totalement implicite.

En référence à la citation de Popper, le développement de la théorie provient alors du dépassement qu'elle permet par rapport aux faits dont elle provient. Une lecture de cette démarche globale, transposée dans le champ de recherche plus spécifique des organisations, notamment celui de la théorie positive de l'agence (TPA), a été proposée par Wirtz (2000, p. 173) sur la base du questionnement méthodologique soulevé par Jensen (1983). Ce dernier considère que la production de connaissances suit un processus séquentiel et dynamique. Il nous paraît intéressant de reprendre la vision du processus scientifique présentée par Jensen, notamment dans le contexte de la TPA (1983, p. 336-337). « Au risque d'être trop simplificateur, le processus idéal consiste en une utilisation des définitions de l'agence, de la tautologie de la minimisation des coûts [...] et d'un sous-ensemble de structures contractuelles réelles afin de développer des propositions sur les aspects importants de l'environnement et de la technologie de contrôle et de mise en œuvre – autrement dit, afin d'en déduire une théorie qui soit concordante avec ces contrats. En cas de succès, cet effort procure un cadre qui peut être manipulé pour produire des propositions positives supplémentaires non évidentes, c'est-à-dire des hypothèses. La confrontation de ces propositions avec des données non utilisées auparavant ou non connues constitue un test de la théorie. Si ces données ne concordent pas de manière substantielle avec les prédictions, la

théorie est alors révisée ou remplacée par une alternative et le processus continue. Voici le processus scientifique ».

Enfin, Koeing souligne l'intérêt de disposer d'une variété d'approches qui, chacune à sa manière, est en mesure de rendre compte de certains aspects des réalités complexes auxquelles s'intéressent les sciences de l'organisation (Koeing, 1993 : 4).

Enfin, quelle que soit la position choisie par le chercheur : adopter un paradigme comme « un véritable acte de foi », viser l'intégration de postures épistémologiques contrastées ou encore tirer profit de la diversité, il est nécessaire de mener une réflexion épistémologique sans perdre de vue les contraintes de la recherche empirique.

2. Pourquoi le mode de raisonnement hypothético-déductif ?

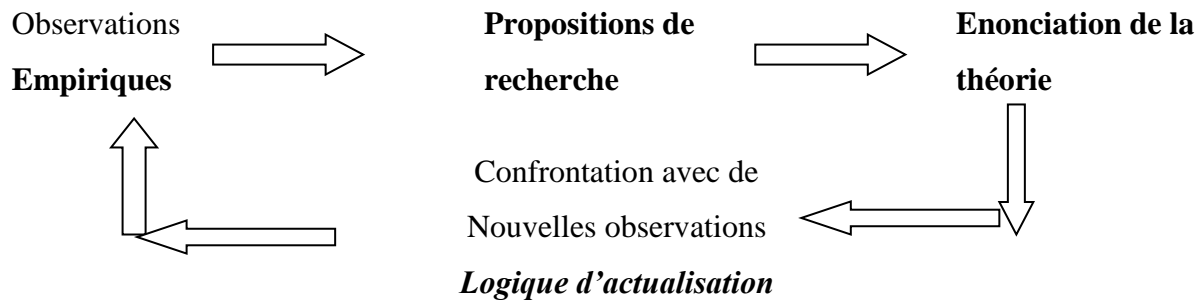
Avant d'aller plus finement dans le protocole empirique, nous devons justifier et légitimer le choix de notre démarche de recherche. L'orientation vers un mode de raisonnement inductif ou déductif (exploration ou test) n'est pas neutre quant au positionnement épistémologique. Si le processus de test situe résolument la recherche dans le paradigme positiviste, le processus d'exploration n'est pas attaché à un paradigme particulier car le chercheur « explorateur » peut se revendiquer de paradigmes aussi différents que le positivisme, le constructivisme ou l'interprétativisme.

La recherche en gestion se construit ainsi par des allers et retours entre la théorie et les observations empiriques de phénomènes physiques, sociaux ou organisationnels. La théorie peut précéder l'observation empirique ou émerger à partir de cette dernière. La théorie est développée pour décrire, comprendre, expliquer ou prévoir des phénomènes. I.Hacking (2008) nous rappelle les fondamentaux des trois types de raisonnements qui peuvent être adoptés dans un processus de recherche: la méthode inductive (qui part de l'inutilité de faire des hypothèses), la méthode adductive (qui part d'hypothèses vérifiées et éventuellement corrigées en fonction des résultats) et la méthode hypothético-déductive qui repose sur la tension « conjecture - réfutation »¹⁷⁸.

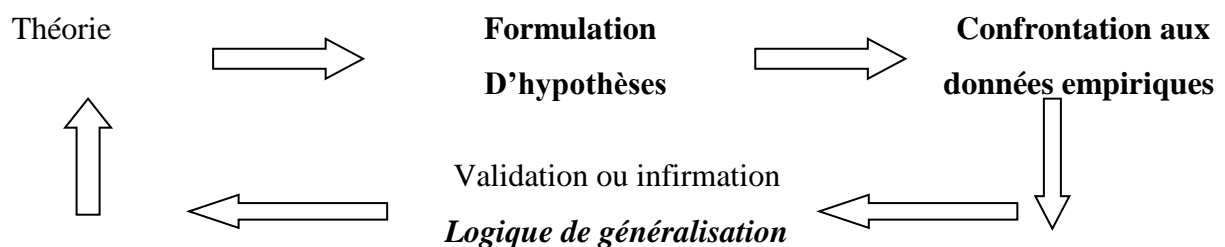
Ainsi, la conception de la connaissance, autrement dit le parcours conceptuel et empirique réalisé par le chercheur est multiforme. Il peut être hypothético-déductif ou constructiviste

¹⁷⁸ Martinet A.C et Pesqueux Y., 2013, Epistémologie des sciences de gestion, Vuibert, p. 41.

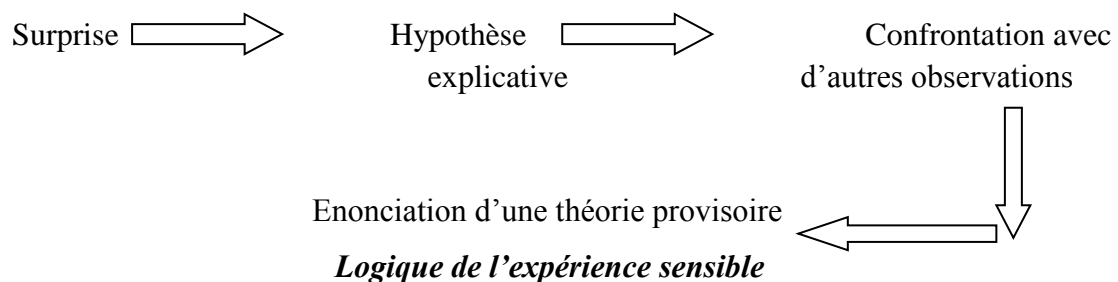
mobilisant les approches statistiques, cliniques et/ou expérimentales de l'observation. Le raisonnement inductif renvoie à un processus de recherche qui vise à construire une théorie à partir de l'accumulation d'observations empiriques. La théorie ainsi émergée devra être confrontée à d'autres observations pour être questionnée et sa validité étendue.



Le raisonnement **déductif** (ou hypothético-déductif) est utilisé dans un processus de recherche qui vise à tester ou valider une théorie (but de généralisation). Des hypothèses sont formulées puis confrontées à la réalité des observations en vue de réfuter ou remettre en cause la théorie (hypothèse nulle dans les tests statistiques).



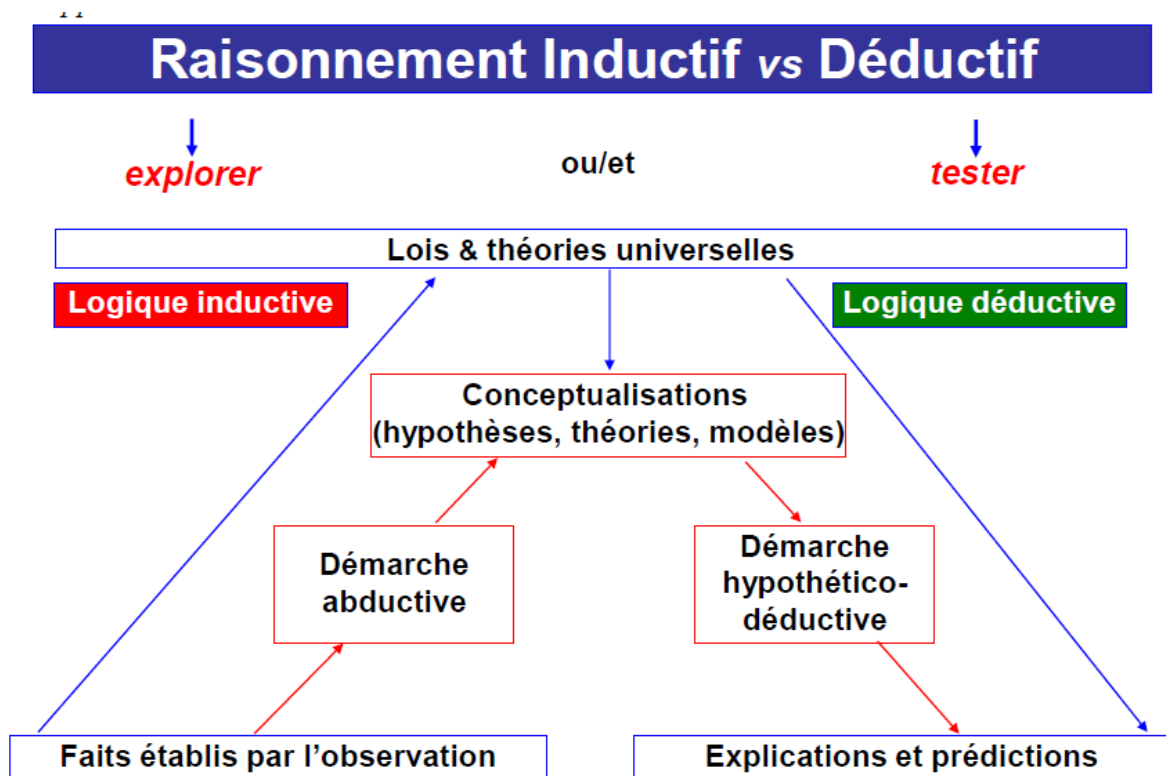
Le raisonnement **abductif** est un mode créatif permettant de comprendre et résoudre un phénomène inattendu/surprenant en introduisant une règle à titre d'hypothèse explicative (intuitive) afin de considérer ce résultat comme un cas particulier tombant sous cette règle. Des confrontations avec d'autres observations empiriques permettent d'étendre progressivement la portée de cette hypothèse sous forme de théorie ou de l'amender.



Par conséquent, l'enchaînement élémentaire des trois modes de raisonnement est le suivant :

Abduction => Induction => Déduction.

L'abduction produit des idées, des concepts à expliquer (hypothèse créative, énoncé plausible), l'induction donne de la consistance à l'idée ou au concept (proposition analytiquement juste) et enfin la déduction formule une explication prédictive (explication certaine)



Source : adapté de Chalmers (1987 : 28)

Figure IV.2 1 : Raisonnement inductif vs déductif

Le clivage traditionnel dans les sciences de gestion distingue les approches quantitative et qualitative, et les logiques déductive et inductive. La déduction est l'expression courante du positivisme. Elle implique de partir d'une (de) question(s) "précise(s)". Après avoir défini les concepts de façon rigoureuse et traduit les analyses théoriques en hypothèses "testables", le chercheur conçoit alors, à partir d'un échantillon représentatif, une enquête empirique pour confirmer ou infirmer la validité de ces dernières.

La démarche hypothético-déductive, combinée à une approche quantitative, cherche à déterminer si les variables explicatives possèdent bien les propriétés et les relations anticipées par le modèle¹⁷⁹.

Selon Lerbet (1993), il est possible de décomposer cette démarche en quatre grandes étapes :

- Nous déterminons quels sont les concepts qui permettent de répondre à notre question de recherche. Nous mettons ainsi en avant, d'après la littérature, les hypothèses, modèles ou théories qui correspondent à notre sujet.
- Au cours d'une première phase, nous observons que les hypothèses, modèles ou théories mobilisés ne rendent pas parfaitement compte de la réalité.
- Nous déterminons de nouveaux modèles, hypothèses ou théories.
- Nous mettons alors en œuvre une phase de test qui va nous permettre de réfuter, ou non, les hypothèses, les modèles ou les théories.

Précisons à ce niveau que lorsqu'une hypothèse est soumise à un test, elle est confrontée à une réalité qui lui sert de référent. Il est donc indispensable au préalable, de présenter comment le chercheur détermine l'acceptabilité ou non d'une hypothèse par rapport à cette réalité.

En effet, à aucun moment du test, le chercheur n'invente ; il ne fait que montrer. Toutefois, le résultat du test ne doit pas être compris comme vrai ou faux dans l'absolu mais relativement au cadre conceptuel mobilisé et aux conditions spécifiques d'expérience. Un résultat favorable à l'issue de la confrontation avec la réalité, qui s'apparente à la confirmation d'une hypothèse, ne constitue pas une preuve décisive en faveur d'une hypothèse, mais seulement une corroboration plus ou moins probante temporairement. La force avec laquelle une hypothèse est corroborée par un ensemble donné de faits dépend de diverses caractéristiques propres à ces faits (Hempel, 1996).

Après avoir explicité les grands processus de construction des connaissances, nous justifions le choix de notre mode de raisonnement hypothético-déductif par le fait d'une part que c'est la seule méthode reconnue par le positivisme car elle permet de confronter un objet théorique à la réalité qui sert de référent et d'autre part pour sa cohérence avec notre processus de recherche qui consiste à :

¹⁷⁹ Tounés A., 2003, « L'intention entrepreneuriale, Une recherche comparative entre des étudiants suivant des formations en entrepreneuriat et des étudiants en DESS CAAE », Thèse de Doctorat, Université De Rouen, Faculté de Droit, des Sciences Economiques et de Gestion, Institut d'Administration des Entreprises, p. 210-211.

- Formuler des hypothèses de relations entre variables dépendantes et variables indépendantes, tirées d'une revue de la littérature approfondie ;
- Construire un modèle formel puis un échantillon, réputé statistiquement représentatif ;
- Réunir les données traitables de façon quantitative et les soumettre à des tests statistiques adaptés ;
- Constater les résultats sous forme de validation ou de non validation des hypothèses ;
- Conclure à l'intérêt ou pas de réitérer la démarche sur un échantillon plus large, d'affiner telle hypothèse,...ou plus rarement d'admettre l'impasse théorique en esquissant un autre cadre¹⁸⁰.

3. Choix du dispositif méthodologique : démarche quantitative

Rappelons que la recherche en sciences de gestion est caractérisée par deux grandes orientations : la construction ou le test d'un objet théorique. S'il s'oriente vers la vérification, le chercheur a une idée claire et établie de ce qu'il cherche. A l'opposé, si le chercheur s'oriente vers une démarche exploratoire, caractéristique de la construction théorique, le chercheur ignore en grande partie la teneur de ce qu'il va mettre à jour (Raymond-Alain Thiétart et coll, 2007). Il est courant de lier l'exploration à une approche qualitative et la vérification à une approche quantitative (Brabet, 1988), voire d'opposer la démarche inductive des recherches qualitatives et la démarche hypothéco-déductive des recherches quantitatives (Hammersley, 1999).

Ainsi, Silverman distingue deux « écoles » en science sociale, l'une orientée sur le test quantitatif d'hypothèses et l'autre tournée vers la génération qualitative d'hypothèse (1993). Il s'agit pourtant d'une idée reçue, d'une « sur-simplification », d'une démarcation exagérée (Bryman, 1999) car pour construire ou pour tester, le chercheur peut adopter tout aussi bien une approche quantitative qu'une approche qualitative. « Il n'y a pas de conflit fondamental entre les buts et les potentialités des méthodes ou des données qualitatives et quantitatives [...] Chacune des formes de données est utile pour la vérification et la génération de théorie » (Glaser et Strauss, 1967). L'évolution des possibilités de traitement statistique obtenue grâce aux progrès de l'informatique a accru les potentialités de l'approche quantitative dans les démarches exploratoires (Brabet, 1988). De manière symétrique, rien n'empêche un chercheur

¹⁸⁰ Alain Charles Martinet et Yvon Pesqueux (2013). Epistémologie des sciences de gestion. Vuibert, p. 41.

de réfuter une théorie au travers d'une approche qualitative, en montrant son insuffisance à expliquer des faits de gestion d'organisation.

Il est généralement reconnu que l'approche quantitative offre une plus grande garantie d'objectivité. Les impératifs de rigueur et de précision qui caractérisent les techniques statistiques plaident en ce sens. Il n'est donc pas surprenant que l'approche quantitative soit ancrée dans le paradigme positiviste (Silverman, 1993). Toutefois, l'approche qualitative n'exclut pas une posture épistémologique d'objectivité de la recherche par rapport au monde qu'elle étudie. Certains promoteurs de l'approche qualitative, Glaser et Strauss (1967) notamment, ont en développé une conception positiviste. Dans leur ouvrage de référence sur l'approche qualitative, Miles et Huberman postulent « que les phénomènes sociaux existent non seulement dans les esprits mais aussi dans le monde réel et qu'on peut découvrir entre eux quelques relations légitimes et raisonnablement stables » (1991). Les deux auteurs plaident pour un « positivisme aménagé » et suggèrent la « construction d'une chaîne logique d'indices et de preuves » à des fins d'objectivité des résultats.

Enfin, il nous semble plus constructif de prendre en compte la complémentarité, plutôt que l'opposition, entre les différents types de données et les différentes approches permettant leur recueil et leur analyse.

A travers ces développements, nous retenons donc que pour tester, le chercheur peut recourir à des dispositifs méthodologiques tant qualitatifs que quantitatifs. Cependant les outils quantitatifs sont plus fréquemment mis en œuvre pour servir la logique de test.

En effet, le mode de raisonnement inductif et abductif s'appuie sur une approche qualitative (observations, entretiens, ethnographie, étude de cas....) alors que le mode de raisonnement hypothético-déductif s'appuie sur une approche quantitative (enquête par sondage, panels, expérimentation, mesure...). Les premiers privilégient la validité interne tandis que le deuxième privilégie la validité externe.

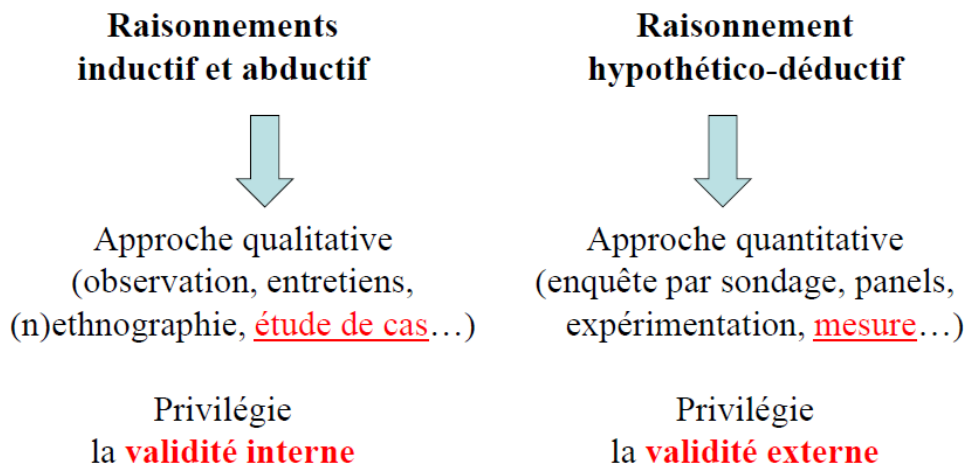


Figure IV.2 2 : Modes de raisonnement et approches de recherche

De par notre posture positiviste, notre mode de raisonnement est désormais hypothético-déductif qui vise à tester empiriquement des hypothèses à travers une approche quantitative, s'appuyant sur l'expérimentation des variables dépendantes et indépendantes sur un panel ainsi que sur l'analyse statistique des données.

Vu que l'approche quantitative se caractérise par son important degré d'irréversibilité (rigidité du calendrier, définition des instruments de mesure et des variables...), nous avons préféré prendre quelques précautions nécessaires à la réussite de notre projet de recherche. Il s'agit notamment de la consultation d'un panel d'expert pour valider dans un premier temps nos instruments de mesure ainsi que le choix des variables dépendantes et indépendantes et dans un deuxième temps pour enrichir l'analyse et l'interprétation des résultats qui découlent de notre étude empirique.

Enfin, notre recherche s'apparente aux études causales car elle permet d'expliquer les relations entre les variables autrement dit les causes à effets entre les facteurs intervenants dans la prise de décision en gestion d'entreprise ou réaliser des prévisions spécifiques.

Conclusion du chapitre IV

Nous inscrivons notre projet de recherche dans le courant dominant positiviste car il vise à traduire une perspective objectiviste du monde, « les objets existent naturellement indépendamment de nos expériences », à découvrir des régularités, à comprendre et enfin à expliquer des observations empiriques en mobilisant des théories positivistes.

De par notre posture positiviste, notre mode de raisonnement est désormais hypothéticodéductif qui vise à tester empiriquement des hypothèses à travers une approche quantitative, s'appuyant sur l'expérimentation des variables dépendantes et indépendantes sur un panel ainsi que sur l'analyse statistique des données.

CHAPITRE V : PROTOCOLE DE L'ETUDE EMPIRIQUE

Toute modélisation suppose un processus de sélection et d'élimination de variables ; Ceci est lié à des contraintes de recherche et temporelles. Les premières sont imputées à la problématique et à l'objet de l'étude. Les deuxièmes trouvent une explication classique dans l'échéance de réalisation de la thèse qui conditionne en partie le propre devenir professionnel du doctorant.

Le modèle que nous proposons élabore des hypothèses qui nous assurent la transition d'une question à un projet de recherche cohérent. Novateur par sa spécificité "Marocaine", il sera soumis à validation à travers des tests statistiques. Mais auparavant, la rigueur scientifique exige d'opérationnaliser nos variables explicatives en les traduisant par des items "mesurables"¹⁸¹. Pour ce faire, une investigation documentaire combinée à des réflexions personnelles sera renforcée par des consultations d'experts en gouvernance.

Nous décrivons ensuite notre démarche de recherche qui délimite le terrain d'observation, détaille la construction de la grille nécessaire à l'évaluation de la qualité de gouvernance ainsi que la procédure de notation des Emetteurs Marocains visant à construire la variable explicative, et justifie enfin le choix des variables à expliquer et la procédure de collecte des données. Des entretiens sont menés avec des experts afin de consolider le résultat des différentes étapes.

Par ailleurs, il convient de préciser que les méthodologies statistiques ou empiriques ont été le plus souvent mises en œuvre pour étudier à la fois les différents aspects de la Corporate Gouvernance et sa relation avec la performance. Nous distinguons généralement deux types de méthodologies statistiques : les enquêtes et les études sur bases de données. Les études sur bases de données sont remarquablement les plus courantes sur ce sujet.

¹⁸¹ Tounés A., 2003, « L'intention entrepreneuriale, Une recherche comparative entre des étudiants suivant des formations en entrepreneuriat et des étudiants en DESS CAAE », Thèse de Doctorat, Université De Rouen, Faculté de Droit, des Sciences Economiques et de Gestion, Institut d'Administration des Entreprises, p. 203-204.

Section I : Instrument de mesure et choix des variables

1. Elaboration de la grille de mesure de la qualité de gouvernance

Nous rappelons que nous nous interrogeons sur la relation entre la Corporate Gouvernance des Emetteurs Marocains et leur performance financière et boursière. Est-il possible de la détecter en utilisant les indices validés dans d'autres contextes, faut-il les ajuster ou construire d'autres indices ? Il n'existe pas de modèle académique unique de Corporate Gouvernance, car chaque pays a développé une large variété de mécanismes pour dépasser les problèmes d'agence résultant de la séparation entre propriété et contrôle. La gouvernance d'entreprise est un système qui est nécessairement différent selon l'entreprise, son actionnariat, sa nationalité.

Nous nous sommes toutefois inspirés des indices et mesures développés par la doctrine étrangère pour définir un indice de mesure de la qualité de gouvernance des Emetteurs Marocains opérant dans plusieurs secteurs d'activité.

Notre étude a retenu des critères tant quantitatifs que qualitatifs, à l'aide d'une grille d'évaluation regroupant l'essentiel des obligations réglementaires et des recommandations des codes. Cette grille d'évaluation se compose de 31 critères de gouvernance regroupés en 8 catégories : structure de gouvernance, Conseil d'Administration, administrateur indépendant, Comité d'Audit, Comité de Rémunération et Nomination, outils de gouvernance, droit des actionnaires, transparence et diffusion de l'information. Ces 8 catégories convergent avec les indices développés et largement utilisés dans la littérature pour mesurer la qualité de la gouvernance et la lier à la performance des firmes. Il s'agit notamment de ¹⁸²:

- GIM G-Index : le G-Index est construit à partir des données du centre de recherche de l'investisseur (« The Investor Responsibility Research Center : IRRC »), telles que définies par Gompers, Ishii et Metrick (2003). Le score de la firme est basé sur le nombre de principes adoptés par la firme et baissant les droits des actionnaires. L'indice est compris entre 0 et 24. Un G-Score élevé est associé à un faible niveau des droits des actionnaires alors qu'un G-Score faible est associé avec des droits d'actionnaires plus forts.

¹⁸² Bhagat S., Bolton B. J. et Romano R., 2007, « The Promise and Peril of Corporate Governance Indices », Law Working Paper.

- BCF E-Index : le E-Index est construit à partir des données de l'IRRC telles que définies par Bebchuk, Cohen, Ferrell (2004). Il utilise 6 principes dérivés du G-Index. L'indice est compris entre 0 et 6. De la même manière que G-Index, un score élevé est associé à un faible niveau des droits des actionnaires alors qu'un score faible est associé à des droits d'actionnaires plus forts.
- TCL Benchmark Score : la Corporate Librairie est un cabinet de recherche indépendant sur les investissements qui dispose de données sur la Corporate Gouvernance, des outils d'évaluation et analyse des risques. Le Benchmark score est basé sur les critères suivants : classification de l'organe de gouvernance, prépondérance des administrateurs externes dans l'organe de gouvernance, présence d'un administrateur référent ou indépendance du Président de l'organe de gouvernance, composition du Comité d'Audit par des administrateurs indépendants, adoption par le conseil d'une politique de gouvernance formalisée, nombre d'administrateurs qui sont membres de l'organe de gouvernance pendant plus de 15 ans, nombre d'administrateurs, membres de plus de 4 organes de gouvernance, nombre d'administrateurs âgé de plus de 70 ans, structure de rémunération du PDG.
- BC Gov-Score : le Gov-Score est construit à partir des données disponibles au niveau des services des actionnaires institutionnels (Institutionnel Shareholder Services : ISS) telles que défini par Brown, Caylor (2004). Ainsi, 52 critères sont utilisés pour affecter un score à chaque firme. Le score est compris entre 0 et 52. Un score élevé est associé à une meilleure Corporate Gouvernance.

Nous avons constaté que la grille utilisée par le Gov-Score est celle qui se rapproche le plus de notre grille car elle contient les 8 catégories suivantes : Audit, Conseil d'Administration, dispositions statutaires et réglementaires, qualification des administrateurs, rémunération des dirigeants et des administrateurs, détention du capital par les dirigeants et administrateurs, pratiques d'amélioration, domiciliation de la firme (dans un état ne prenant pas des mesures d'anti-prises de contrôle).

Notre grille ne s'inspire pas uniquement d'emprunts à la littérature, elle est également le fruit de consultations d'experts, de réflexions personnelles et d'un test sur un échantillon réduit et diversifié pour s'assurer de son applicabilité sur un panel plus large. Les 8 catégories constituant cette grille, nous semblent à priori incontournables pour une gouvernance efficace. Elle tient compte des obligations réglementaires, des principales recommandations des

différents codes applicables ainsi que des meilleures pratiques observées sur le marché qui découlent de l'enquête faite par l'Institut Marocain des Administrateurs sur les pratiques de gouvernance des sociétés cotées.

Les 31 critères ainsi sélectionnés et définis découlent d'un triple référentiel composé des lois et des circulaires, des codes et des rapports d'enquête suivants :

- Loi 17-95 relative aux Sociétés Anonymes, modifiée et complétée par la loi n°20-05 (Extrait) et notamment les dispositions relatives au Conseil d'Administration et aux administrateurs ;
- Loi bancaire 34-03 relative aux établissements de crédit et organismes assimilés ;
- Directives de Bank Al-Maghrib n°50/G/2007 et n°1/W/2014 relatives à la gouvernance au sein des établissements de crédit ;
- Circulaire de Bank Al-Maghrib relative au contrôle interne des établissements de crédit ;
- Circulaire de l'AMMC version Janvier 2012 modifiée le 1^{er} Octobre 2014 ;
- Code Marocain de bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise, Mars 2008 ;
- Annexes spécifiques aux petites et moyennes entreprises (PME), aux établissements de crédit, aux entreprises et établissement de crédit lancés respectivement en Décembre 2008, en Avril 2010 et en Mars 2012 ;
- Rapport d'enquête sur les pratiques de gouvernance des sociétés cotées, publié par l'IMA en Avril 2013 ;
- Rapport sur la transparence et diffusion de l'information financière des sociétés cotées publiés par l'IMA en 2015.

Soulignons à ce niveau que les recommandations du Code Marocain s'alignent sur les principes de gouvernance d'entreprise de l'OCDE, elles s'alignent également à plusieurs niveaux avec les Principes ICGN¹⁸³. Les Principes ICGN ont été choisis comme référence internationale plutôt qu'en référence à d'autres principes d'application globale. En effet, les Principes ICGN représentent la perspective des investisseurs institutionnels et s'adressent directement aux entreprises, tandis que les principes de l'OCDE, ont pour objet principal

¹⁸³ The International Corporate Governance Network (ICGN) est un réseau réunissant des investisseurs institutionnels de 45 pays, représentant un montant d'actifs sous gestion de 26 000 milliards de dollars. www.icgn.org.

d'aider les gouvernements et les régulateurs à formuler et évaluer le cadre législatif et réglementaire de la gouvernance d'entreprise¹⁸⁴.

Le Code Marocain a fait également l'objet d'une large consultation publique, à la fois au niveau national et international, en vue de l'adapter au contexte local et aux spécificités du tissu économique. Il est produit par une commission nationale « Gouvernance d'Entreprise » intégrant des membres de la CGEM, de BAM, de l'AMMC, de la Bourse de Casablanca, de l'ordre des experts comptables ainsi que plusieurs représentants du gouvernement Marocain.

La construction de la première grille s'est étalée de Juillet 2014 à décembre 2014. Entre le projet initial, le test, la consultation des experts et la version finale neuf mois se sont écoulés avec 4 moutures dont 2 versions principales ont été testées et retenues : Scoring-Gov 1 et Scoring-Gov 2 finalisée en Septembre 2015.

En effet, le test de la grille sur 5 Emetteurs nous a permis d'une part d'affiner la définition et le choix des critères et d'autre part de ne retenir que les critères sur lesquels, les Emetteurs reportent dans leur note d'information ce qui nous permettra par la suite d'en évaluer la conformité. Ces critères sont définis de façon succincte comme suit :

1.1. Structure de gouvernance

La loi Marocaine donne la possibilité de choisir entre 3 formules de structure de gouvernance¹⁸⁵:

- Un Conseil d'Administration avec un Président Directeur Général, c'est la formule classique concentrée ;
- Un Directoire et un Conseil de Surveillance;
- Un Président du Conseil d'Administration et un Directeur Général, il s'agit de la nouvelle forme dissociée apportée par la loi N°20-05 du 23 Août 2008.

Tandis que le Code Marocain recommande d'opter pour la structure duale (un Directoire et un Conseil de Surveillance) ou de dissocier les fonctions de Président et de Directeur Général afin de donner à l'organe de gouvernance plus d'indépendance vis-à-vis des dirigeants. La

¹⁸⁴ IMA., 2015, « Transparence et diffusion de l'information non financière des sociétés cotées », p. 7.

¹⁸⁵ Sbai S. E., 2012, « La société anonyme Marocaine et la Corporate Gouvernance », Thèse de Doctorat, Université Mohamed V, Faculté des sciences juridiques économiques et sociales à Rabat.

première formule (moniste) est considérée comme génératrice de situations de conflits d'intérêts et de confusion de pouvoirs, peu propices à la sauvegarde de l'intérêt social.

- Cumul ou dissociation entre PDG et DG (exigence légale) :

Selon la loi 17-95, le CA choisit entre les 2 modalités (PDG ou Président du CA / DG).

En effet l'article 67 de la loi 20-05, introduit la possibilité de séparer entre la Présidence du Conseil d'Administration et la Direction Générale de la société dans la mesure où il stipule que la Direction Générale de la société est assumée, sous sa responsabilité, soit par le Président du Conseil d'Administration avec le titre de Président Directeur Général, soit par une autre personne physique nommée par le Conseil d'Administration et portant le titre de Directeur Général. Dans les conditions définies par les statuts, le Conseil d'Administration choisit entre les deux modalités d'exercice de la Direction Générale visées au premier alinéa. Ce choix sera porté à la connaissance des actionnaires lors de la prochaine Assemblée Générale et fera l'objet des formalités de dépôt, de publicité et d'inscription au registre du commerce dans les conditions prévues par la loi.

Lorsque la Direction Générale de la société est assumée par le Président du Conseil d'Administration, les dispositions relatives au Directeur Général lui sont applicables. Dans le silence des statuts, la Direction Générale est assumée, sous sa responsabilité, par le Président du Conseil d'Administration.

L'article 67 bis indique que le Directeur Général peut proposer la nomination d'un Directeur Général Délégué « Sur proposition du Directeur Général, le Conseil d'Administration peut donner mandat à une ou plusieurs personnes physiques chargées d'assister le Directeur Général, avec le titre de Directeur Général Délégué. Le Conseil d'Administration détermine la rémunération du Directeur Général et des Directeurs Généraux Délégués. »

L'article 67 ter complète que « le Directeur Général est révocable à tout moment par le Conseil d'Administration. Il en est de même, sur proposition du Directeur Général, des Directeurs Généraux Délégués ».

L'article 74 de la loi 17-95 précisait que la Direction Générale de la société est assumée systématiquement ou de fait par le Président du Conseil d'Administration. Cet article a été abrogé par la loi 20-05 et remplace le Président par le Directeur Général sous réserve des pouvoirs que la loi attribue expressément aux Assemblées d'Actionnaires et au Conseil

d'Administration et dans la limite de l'objet social, le Directeur Général est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toutes circonstances au nom de la société. Il représente la société dans ses rapports avec les tiers. La société est engagée même par les actes du Directeur Général qui ne relèvent pas de l'objet social, à moins qu'elle ne prouve que le tiers savait que l'acte dépassait cet objet ou qu'il ne pouvait l'ignorer compte tenu des circonstances, étant exclu que la seule publication des statuts suffise à constituer cette preuve.

- Dissociation ou Structure duale (recommandation du code) :

La vision du Code Marocain est de dissocier ou mettre en place une structure duale. Pour les S.A à Conseil d'Administration, le Code Marocain de bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise est en ligne avec la nouveauté réglementaire qui indique que le choix de maintenir le cumul des fonctions de Président et de Directeur Général ou de les dissocier appartient à chaque entreprise qui prendra une option en fonction de ses considérations de bonne gouvernance. Dans un souci de transparence entre les dirigeants et l'organe de gouvernance et de transparence vis-à-vis du marché et des actionnaires et des associés, il est nécessaire que ces derniers et les tiers soient correctement informés de l'option retenue et que les motivations et justifications des choix effectués soient exposées dans le rapport de gestion.

En revanche, le Code Marocain recommande d'opter pour la structure duale ou de dissocier les fonctions de Président et de Directeur Général. Cette recommandation vise essentiellement à :

- Accroître la capacité de l'organe de gouvernance à prendre des décisions en toute indépendance vis-à-vis des dirigeants ;
- Eviter une trop forte concentration des pouvoirs entre les mains d'une seule personne ;
- Renforcer le caractère collégial des décisions.

Ces formules permettent, en outre, de mieux répartir les responsabilités entre la stratégie à long terme de l'entreprise et sa gestion opérationnelle.

1.2. Conseil d'Administration

Les principes ICGN stipulent que le Conseil d'Administration est responsable de la protection et de la création de valeur à long terme, à la fois vis-à-vis des actionnaires et vis-à-vis des parties prenantes.

Au Maroc comme en France, les principales responsabilités de chaque Conseil d'Administration sont définies par la loi. Le Conseil doit informer clairement les actionnaires de ses procédures de gouvernance afin de montrer sa conformité aux règles en vigueur sur le marché.

- Rôle et mission : (exigence légale)

L'article 69 de la loi 20-05 élargi les attributions du Conseil en lui conférant en plus de sa responsabilité opérationnelle, une responsabilité stratégique et de contrôle « Le Conseil d'Administration détermine les orientations de l'activité de la société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux Assemblées d'Actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent. Le Conseil d'Administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns. Les dispositions des statuts limitant les pouvoirs du Conseil d'Administration sont inopposables aux tiers ».

Selon le Code Marocain de bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise, l'organe de gouvernance est en charge du pilotage stratégique et de la surveillance effective de la gestion de l'entreprise. Il est responsable devant les actionnaires et les associés, majoritaires et minoritaires, et doit être animé par un réel "affectio societatis" dans le respect des autres parties prenantes de l'entreprise (ses employés, ses clients, ses créanciers, l'administration, ...).

D'une manière générale la responsabilité du Conseil d'Administration repose sur les devoirs de diligence et de loyauté vis-à-vis de l'ensemble des actionnaires et comporte ainsi quatre dimensions :

- Avoir la capacité de prendre des décisions dans l'intérêt social de la société ;
- Avoir l'indépendance de jugement, de décision et d'action : en effet la séparation des pouvoirs dans la SA par la dissociation des fonctions de Président et de Directeur Général (SA à Conseil d'Administration) ou par l'adoption d'une structure duale (Conseil de Surveillance et Directoire) favorise l'indépendance des décisions et des actions.
- Remplir l'obligation de rendre compte : garantir la fiabilité de l'information financière, le contrôle de l'exécution de la stratégie arrêtée, l'examen des procédures

de contrôle interne et gestion des risques et enfin le contrôle des travaux des comités spécialisés.

- Remplir l'obligation de rendre compte « Accountability » : à l'occasion des Assemblées Générales mais aussi lors du processus de communication financière et non financière de l'entreprise.

- Relation aux dirigeants (exigence légale) :

Le Conseil d'Administration doit être impliqué dans la nomination et rémunération des DG et DGD. Selon l'article 67-bis de la loi 20-05, sur proposition du Directeur Général, le Conseil d'Administration peut donner mandat à une ou plusieurs personnes physiques chargées d'assister le Directeur Général, avec le titre de Directeur Général Délégué.

Le Conseil d'Administration détermine la rémunération du Directeur Général et des Directeurs Généraux Délégués.

Par ailleurs, le Code Marocain de bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise recommande à l'organe de gouvernance de recruter les principaux dirigeants, déterminer leurs rémunérations et veiller à ce qu'elles soient adaptées et transparentes, suivre leurs activités et leurs performances et, le cas échéant, les remplacer et préparer les plans de succession.

- Fonctionnement (exigence légale) :

Le Conseil d'Administration doit se réunir au moins une fois par an pour la validation des comptes annuels. Selon l'article 72 de la loi 17-95, à la clôture de chaque exercice, le CA dresse un inventaire des différents éléments de l'actif et du passif social existant à cette date, et établit les états de synthèse annuels, conformément à la législation en vigueur.

En complément, l'article 73 stipule que Le Conseil d'Administration est convoqué par le Président, aussi souvent que la présente loi l'a prévu et que la bonne marche des affaires sociales le nécessite.

Le Président fixe l'ordre du jour du Conseil d'Administration, en tenant compte des demandes d'inscription sur ledit ordre des propositions de décisions émanant de chaque administrateur.

En cas d'urgence, ou s'il y'a défaillance de la part du Président, la convocation peut être faite par le ou les Commissaires aux Comptes.

Lorsque le Conseil ne s'est pas réuni depuis plus de deux mois, le Directeur Général ou le tiers au moins des administrateurs peuvent demander au Président de convoquer le Conseil.

Lorsque le Président ne convoque pas celui-ci dans un délai de 15 jours à compter de la date de la demande, ledit Directeur Général ou lesdits administrateurs peuvent convoquer le Conseil d'Administration à se réunir.

- Composition (exigences légales et recommandations du code) :

Les principes ICGN indiquent que le conseil doit publier la politique de l'entreprise en matière de diversité, en spécifiant des objectifs quantifiables pour atteindre une diversité, aussi bien au niveau du conseil que du management et en publiant les progrès effectués.

Le Code Marocain indique que la composition de l'organe de gouvernance est essentielle pour lui permettre de remplir au mieux son rôle. Il doit être composé de membres intègres, compétents, informés, impliqués, apportant une diversité (formation, parcours professionnel, équilibre hommes-femmes, âge, nationalité, ...) de nature à susciter de vrais débats et à éviter la recherche systématique du consensus. Chaque organe de gouvernance doit s'interroger sur sa composition, sur ses membres et sur l'équilibre réel des pouvoirs entre le Président et l'organe de gouvernance et sur la composition de ses Comités. Il doit veiller, en particulier, à rassurer les actionnaires, les associés et les tiers que ses missions sont accomplies avec l'indépendance et l'objectivité nécessaires.

Il n'existe pas encore au Maroc de texte réglementaire sur l'équilibre Homme - Femme mais la présence des femmes dans les Conseils d'Administration est très rare du fait de leur absence dans les postes de Top Management. Pour apprendre le Métier d'administrateur, il est recommandé d'encourager les femmes à siéger dans les Conseils d'Administration des filiales.

En revanche, le Maroc a pris plusieurs initiatives en matière de professionnalisation de l'administration sociale sur les plans des lois et des codes en vigueur. Le Code Marocain reprend les principales recommandations contenues dans les différents codes de Corporate Gouvernance, telles qu'adoptées par de nombreux pays et organisations internationales. Il consacre donc un grand nombre de ses dispositions à la thématique de la professionnalisation des administrateurs.

Sur le plan pratique la création en 2009 d'un institut de formation des administrateurs manifeste la volonté de faire évoluer la pratique des Conseils d'Administration dans les grandes sociétés anonymes Marocaines.

A l'instar des instituts internationaux, « l'Institut Marocain des Administrateurs » a pour mission principale « d'apporter la formation, l'information et l'expertise nécessaire aux administrateurs de sociétés en vue de promouvoir les bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise au sein des Conseils d'Administration et ce, dans l'objectif de professionnaliser le métier d'administrateur et de lui permettre de remplir sa fonction avec efficacité, responsabilité, intégrité et transparence ».

-Nomination (exigence légale) : Selon l'article 40 de la loi 17-95, les administrateurs sont nommés par l'Assemblée Générale Ordinaire des actionnaires.

Conformément à l'article 20, les premiers administrateurs sont nommés par les statuts ou dans un acte séparé faisant corps avec lesdits statuts.

Selon l'article 42, sauf dispositions contraires des statuts, une personne morale peut être nommée administrateur. Lors de sa nomination, elle est tenue de désigner un représentant permanent soumis aux mêmes conditions et obligations et qui encourt les mêmes responsabilités civile et pénale que s'il était administrateur en son propre nom, sans préjudice de la responsabilité solidaire de la personne morale qu'il représente.

Si la personne morale révoque le mandat de son représentant permanent, elle est tenue de notifier sans délai à la société, par lettre recommandée, cette révocation ainsi que l'identité de son nouveau représentant permanent. Il en est de même en cas de décès ou de démission de ce dernier.

Par ailleurs, la nomination d'un administrateur peut se faire par cooptation autrement dit par le Conseil d'Administration dans des cas particuliers définis par l'article 49 de la loi 17-95 qui stipule que « en cas de vacance par décès, par démission ou par tout autre empêchement d'un ou plusieurs sièges d'administrateurs sans que le nombre d'administrateurs soit inférieur au minimum statutaire, le Conseil d'Administration, peut, entre deux Assemblées Générales, procéder à des nominations à titre provisoire ».

Lorsque le nombre des administrateurs est devenu inférieur au minimum légal, les administrateurs restants doivent convoquer l'Assemblée Générale Ordinaire dans un délai maximum de 30 jours à compter du jour où se produit la vacance en vue de compléter l'effectif du conseil.

Lorsque le nombre des administrateurs est devenu inférieur au minimum statutaire, sans toutefois être inférieur au minimum légal, le Conseil d'Administration doit procéder à des nominations à titre provisoire en vue de compléter son effectif dans le délai de 3 mois à compter du jour où se produit la vacance.

Les nominations effectuées par le Conseil d'Administration en vertu des alinéas 1er et 3 ci-dessus sont soumises à ratification de la prochaine Assemblée Générale Ordinaire. A défaut de ratification, les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement par le conseil n'en demeurent pas moins valables.

-Taille (exigence légale) : Selon l'article 39 de la loi 17-95, la société anonyme est administrée par un Conseil d'Administration composé de trois membres au moins et de douze membres au plus. Ce dernier nombre est porté à quinze lorsque les actions de la société sont inscrites à la cote de la bourse des valeurs.

Pour les établissements de crédit, l'article 8 de la directive relative à la gouvernance au sein des établissements de crédit de Bank Al Maghreb publiée en 2014, précise que la taille de l'organe de gouvernance doit concorder avec la taille, la complexité, la diversité et les perspectives de développement de l'activité de l'établissement. Ce critère de taille doit en outre faire l'objet de révision régulière afin de s'assurer que le nombre d'administrateurs reste approprié compte tenu des évolutions de l'activité de l'établissement.

-Durée maximale des mandats (exigence légale) : Selon l'article 48 de la loi 17-95, la durée des fonctions des administrateurs est déterminée par les statuts sans pouvoir excéder 6 ans en cas de nomination par les Assemblées Générales et 3 ans en cas de nomination par les statuts.

Les fonctions d'un administrateur prennent fin à l'issue de la réunion de l'Assemblée Générale Ordinaire appelée à statuer sur les comptes du dernier exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur.

Les administrateurs sont rééligibles sauf stipulations contraires des statuts. Ils peuvent être révoqués à tout moment par l'Assemblée Générale Ordinaire, sans même que cette révocation soit mise à l'ordre du jour.

L'article 12 de la directive relative à la gouvernance au sein des établissements de crédit de Bank Al Maghreb publiée en 2014, précise que l'Organe d'Administration instaure, en s'inspirant des meilleures pratiques internationales, des règles spécifiques de cumul et de renouvellement des mandats de ses membres et de ceux issus des participations croisées ainsi que des règles de rotation au niveau des responsabilités au sein de ses comités.

Une exception est introduite par l'Annexe du code spécifique aux entreprises de l'état. Elle recommande que la durée du mandat des représentants de l'Etat soit limitée à quatre années, renouvelable une seule fois pour chaque organisme. Concernant les entreprises publiques sous forme de SA, elles sont assujetties à l'article 48 de la loi 17-95 ci-dessus.

-Déclaration des mandats (recommandation du code) : Le Code Marocain n'évoque pas explicitement la nécessité de déclarer les mandats mais il recommande d'éviter un cumul de mandats de nature à altérer l'exercice de la fonction de membre de l'organe de gouvernance dans les meilleures conditions.

Il recommande aussi d'éviter des mandats réciproques, sauf quand les participations croisées résultent d'une alliance stratégique effective portée à la connaissance des actionnaires et des associés ou quand les entreprises ont des liens capitalistiques significatifs.

Selon l'Annexe du Code Marocain spécifique aux établissements de crédit, les statuts de l'établissement peuvent prévoir une limite du nombre de mandats qu'un administrateur non exécutif peut cumuler.

Quant à l'Annexe du Code Marocain spécifique aux établissements publics, il recommande que chaque représentant de l'Etat ne puisse siéger dans plus de sept organes délibérants à la fois, hors comités.

A titre comparatif, en France la directive CRD IV prévoit une limitation du nombre de mandats pour les dirigeants des établissements de crédit et des entreprises d'investissement. Cette disposition a été transposée en droit Français dans le code monétaire et financier qui

prévoit un plafond de 3 mandats pour un dirigeant exerçant une fonction exécutive (dont deux fonctions non exécutives) ou de 4 mandats pour tout administrateur (dont 4 fonctions non exécutives) d'un établissement de crédit ou d'une entreprise d'investissement (autres que les sociétés de gestion de portefeuille). Auparavant, la loi Française limitait à 8 puis à 5 le nombre de mandats que peut détenir un même administrateur personne physique¹⁸⁶ et la recommandation du rapport Viénot qui limite à 5 le nombre de mandats qu'un administrateur peut cumuler avec les fonctions de Président-Directeur Général est largement adoptée par les entreprises de la place.

En effet, la nouvelle manière de penser les fonctions d'administrateurs, en tant que métier essentiel de la gouvernance, exige de ces derniers qu'ils puissent consacrer un temps suffisant à leurs missions. Or, à trop multiplier les postes d'administrateurs, ils risquent de ne plus disposer du temps nécessaire pour remplir efficacement leurs fonctions. Les positions doctrinales sont claires à ce sujet. « Les administrateurs doivent pouvoir se consacrer à la tâche importante qui est la leur qui ne peut être pleinement exécutée en cas de sur nombre des mandats »¹⁸⁷.

Bien que reprenant en l'état, une grande partie des formules législatives de la loi NRE consacrées aux sociétés anonymes, le législateur marocain a cependant écarté de cette transposition, les dispositions jugées les plus sensibles comme le cumul des mandats sociaux et la communication des rémunérations des dirigeants.

-Mixité (exigence de la directive de BAM et recommandation du code): le Code Marocain recommande de veiller à la diversité des membres (nationalité, genre...).

Selon l'article 8 de la directive relative à la gouvernance au sein des établissements de crédit de Bank Al Maghreb publiée en 2014, l'organe d'administration veille à la mise en place d'une politique visant à assurer une meilleure représentativité des femmes parmi ses membres.

¹⁸⁶ L'hélias S., 1997, Le retour de l'actionnaire, Pratiques du Corporate Governance en France, aux Etats-Unis et en Grande Bretagne, Gualino, p. 77- 78.

¹⁸⁷ Massie J A ., 2011, « Responsabilité des administrateurs pour améliorer la gouvernance », lettre de l'AFGE, n°26, 1^{er} trimestre.

L'Annexe du Code Marocain, spécifique aux entreprises publiques, indique que l'Etat œuvrera pour l'introduction de l'approche genre lors de la nomination de ses représentants au sein des Organes de Gouvernance des entreprises publiques.

1.3. Administrateur indépendant

Les principes de l'ICGN recommandent au conseil d'indiquer dans le rapport annuel les noms des administrateurs considérés comme « indépendants », et expliquer les raisons pour lesquelles il considère comme indépendants des membres qui présenteraient des liens ou circonstances pouvant à priori compromettre leur indépendance. Ces principes recommandent au conseil de divulguer le processus de nomination, d'élection et réélection des administrateurs ainsi que les informations sur les candidats au conseil et tout particulièrement :

- L'identité et la justification de la nomination des membres du conseil ;
- Les compétences essentielles, qualifications et expériences professionnelles ;
- Les mandats sociaux et d'administrateurs dans d'autres entreprises et rôles significatifs tenus dans des organisations charitables ;
- Les facteurs affectant l'indépendance (relations avec les actionnaires majoritaires) ;
- La durée du mandat ;
- La participation à des comités spécialisés ;
- La détention d'actions dans l'entreprise.

- *Proportion des administrateurs externes (exigence légale) :*

Selon l'article 43 de la loi 17-95, le nombre d'administrateurs liés à la société par contrats de travail ne peut dépasser le tiers des membres du Conseil d'Administration.

L'article 67 indique que les administrateurs qui ne sont ni Président, ni Directeur Général, ni Directeur Général Délégué, ni salarié de la société exerçant des fonctions de direction doivent être plus nombreux que les administrateurs ayant l'une de ces qualités.

Nous retiendrons donc que le nombre des administrateurs externes doit dépasser les deux tiers du nombre total des administrateurs, étant donné, que les administrateurs salariés ne peuvent pas dépasser le tiers des membres de l'organe de gouvernance.

De la même manière que la loi Française, un administrateur personne physique et représentant d'une personne morale peut occuper deux sièges dans un organe de gouvernance ce qui permettrait d'augmenter le nombre d'administrateur et améliorer le cas échéant la part des administrateurs externes, permettant d'observer l'exigence légale en la matière.

Par ailleurs, la directive relative à la gouvernance au sein des établissements de crédit de Bank Al Maghreb publiée en 2014, rajoute une précision supplémentaire qui indique que l'organe d'administration doit être structuré de manière à ce qu'il y ait un équilibre des pouvoirs décisionnels et ce, même en présence d'actionnaires dominants ou de contrôle. Les administrateurs représentant ces actionnaires de contrôle doivent conserver leur impartialité et exercer intégralement leurs devoirs de diligence et de loyauté vis-à-vis de l'établissement.

- Indépendance des administrateurs (exigence de la directive de BAM et recommandation du code) :

Selon la directive relative à la gouvernance au sein des établissements de crédit de Bank Al Maghreb publiée en 2007, l'organe d'administration doit comporter un nombre approprié d'administrateurs indépendants.

La mise à jour de cette directive publiée en 2014 précise que le tiers des membres de l'organe d'administration doit être indépendant au sens des critères définis plus loin.

Même si le Code Marocain n'évoque pas cette exigence de façon explicite, il recommande qu'une place soit accordée aux « administrateurs non exécutifs ou externes » et que « l'indépendance de jugement » et « l'objectivité » soient exercées. Il évoque également à plusieurs reprises l'indépendance des administrateurs comme condition de leur efficacité et de leur implication, mais à aucun moment, il ne précise les critères de cette indépendance.

Le silence du Code Marocain de bonnes pratiques de gouvernance d'entreprises rejoint celui de la loi sur les sociétés anonymes sur cette question.

C'est une attitude peu profitable à la modernisation des sociétés anonymes dans la mesure où elle ne les incite guère, par la formulation de critères d'indépendance clairs et pertinents, à identifier et à intégrer des administrateurs indépendants à leur Conseils d'Administration d'autant plus que ce mécanisme constitue aujourd'hui, notamment aux yeux des investisseurs étrangers un critère d'évaluation de la qualité de la gouvernance des entreprises dans lesquelles ils souhaitent investir. En effet, la présence d'administrateurs indépendants

qualifiés pourrait apporter de nouvelles perspectives émanant d'autres secteurs d'activités à même d'asseoir les orientations stratégiques émises par l'organe d'administration sur des expertises et compétences diversifiées et fiables.

Par ailleurs, l'Annexe du Code Marocain, spécifique aux entreprises publiques, précise que ces dernières sont encouragées à recruter, dans une proportion de 25% des membres de leur Organe de Gouvernance à atteindre progressivement, des administrateurs indépendants leur permettant de profiter des expertises externes, d'enrichir les débats et d'améliorer les diligences ainsi que les décisions prises par l'Organe de Gouvernance.

Selon la directive publiée en 2014 par BAM, un administrateur est qualifié d'indépendant lorsqu'il n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec l'établissement, son groupe ou son organe de direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement.

Les critères devant être examinés par l'organe d'administration afin de qualifier un administrateur d'indépendant sont les suivants :

- Ne pas être salarié ou membre de l'organe de direction de l'établissement, représentant, salarié ou membre de l'organe d'administration d'un actionnaire dominant ou d'une entreprise qu'il consolide et ne pas l'avoir été au cours des 3 années précédentes ;
- Ne pas être membre de l'organe de direction d'une entreprise dans laquelle l'établissement détient directement ou indirectement un mandat au sein de l'organe d'administration ou dans laquelle un membre de l'organe de direction de l'établissement, en exercice ou l'ayant été depuis moins de trois ans, détient un mandat au sein de son organe de gouvernance ;
- Ne pas être membre des organes d'administration ou de direction d'un client ou fournisseur significatifs de l'établissement ou de son groupe, y compris pour des services de conseil et de maîtrise d'ouvrages, ou pour lequel l'établissement ou son groupe représente une part significative de l'activité ;
- Ne pas avoir de lien familial proche avec un membre de l'organe de direction ou un membre de l'organe d'administration représentant un actionnaire dominant de l'établissement ;

- Ne pas avoir été Commissaire aux Comptes de l'établissement au cours des trois années précédentes ;
- Ne pas être membre de l'organe d'administration de l'établissement au cours des douze dernières années.

Dans cette perspective, la directive stipule que la qualification d'un administrateur d'indépendant soit réexaminée chaque année par l'organe d'administration ou le comité des nominations.

Le projet de loi 34-3 relatif aux établissements de crédit et assimilés prévoit de rendre obligatoire la nomination des administrateurs indépendants dont les critères ont été définis ci-dessus.

Compte tenu de la difficulté de la qualification d'un administrateur d'indépendant sur la base uniquement d'informations déclaratives publiées par les Emetteurs sachant que ces derniers ne communiquent pas systématiquement sur l'indépendance de leurs administrateurs, nous avons retenu pour ce critère la définition du Code Marocain qui se limite à recommander qu'une place soit accordée aux « administrateurs non exécutifs ou externes » et que « l'indépendance de jugement » et « l'objectivité » soient exercées.

1.4. Comité d'Audit

Concernant les comités spécialisés, les principes de l'ICGN recommandent au conseil d'établir des comités pour débattre de certaines questions telles que l'audit, la rémunération et la nomination. Lorsque le conseil décide de se passer de ces comités, il doit expliquer pourquoi et comment il remplit ses devoirs et responsabilités de façon effective (selon le principe *Comply or Explain*).

Les principes de l'ICGN recommandent au conseil d'établir un Comité d'Audit composé d'administrateurs non-exécutifs dont la majorité doit être indépendante. Le Président du Conseil d'Administration ne doit pas être le Président du Comité d'Audit, sauf cas exceptionnel expliqué dans le rapport annuel.

Le Code Marocain recommande particulièrement aux entreprises faisant appel public à l'épargne de confier certains travaux du Conseil d'Administration à des comités spécialisés et

recommande de créer au moins deux comités différents : le Comité d'Audit et le Comité des Rémunérations et des Nominations.

Ces comités ne remettent pas en cause les prérogatives du Conseil d'Administration qui détient seul le pouvoir légal de décision.

Selon l'article 76 de la loi 17-95, les administrateurs non dirigeants sont particulièrement chargés au sein du conseil, du contrôle de la gestion et du suivi des audits internes et externes. Ils peuvent constituer entre eux un comité des investissements et un comité des traitements et rémunérations.

La loi actuelle recommande la mise en place de ces comités sans y donner un caractère obligatoire.

- Rôle et mission (exigence légale) :

Il est chargé principalement de l'examen des comptes, de l'évaluation des risques et du contrôle de l'indépendance des CAC.

Le projet de loi n°88-11 modifiant et complétant la loi 17-95 sur les sociétés anonymes admet le rajout d'un nouvel article 106 bis qui impose aux sociétés dont les actions sont inscrites à la cote de la bourse des valeurs l'institution d'un Comité d'Audit chargé, notamment, d'assurer le suivi de l'élaboration de l'information destinée aux actionnaires, au public et à l'AMMC, ainsi que le suivi de l'efficacité des systèmes de contrôle interne, d'audit interne, du contrôle légal des comptes sociaux et, le cas échéant, de gestion des risques de la société. Une telle structure, qui agit sous la responsabilité du Conseil d'Administration ou du Conseil de Surveillance, contribue à renforcer la sécurité financière par un examen plus attentif des questions relatives à l'information comptable et financière et à son contrôle.

L'article 11 de la circulaire de Bank Al-Maghrib relative au contrôle interne des établissements de crédit publiée en 2014, impose la mise en place d'un Comité d'Audit chargé de l'assister en matière de contrôle interne. Ce comité, a notamment, pour attributions :

- De porter une appréciation sur la qualité du système de contrôle interne mis en œuvre ;
- D'évaluer la pertinence des mesures correctrices prises ou proposées pour combler les lacunes ou insuffisances décelées dans le système de contrôle interne ;
- De recommander la nomination des Commissaires aux Comptes ;

- De définir les zones de risques minimales que les auditeurs internes et les Commissaires aux Comptes doivent couvrir ;
- De vérifier la fiabilité et l'exactitude des informations financières destinées à l'Organe d'Administration et aux tiers ;
- De porter une appréciation sur la pertinence des méthodes comptables adoptées pour l'élaboration des comptes individuels et consolidés ;
- D'approuver la charte d'audit et le plan d'audit et d'apprécier les moyens humains et matériels alloués à la fonction d'audit interne ;
- De prendre connaissance des rapports d'activité et des recommandations des fonctions d'audit interne, de contrôle permanent et de conformité, des Commissaires aux Comptes et des autorités de supervision ainsi que des mesures correctives prises.

Selon la même circulaire, l'organe d'administration constitue un comité des risques chargé de l'assister en matière de stratégie et de gestion des risques. Cependant, la taille et les risques de l'établissement pourraient ne pas justifier la création de deux comités distincts.

Les principales missions du Comité d'Audit recommandées par le *Code Marocain* sont les suivantes :

- Veiller à l'intégrité de l'information financière, à la pertinence et à la permanence des méthodes comptables utilisées lors de l'arrêté des comptes ;
- Surveiller l'efficacité du contrôle interne ;
- Veiller à l'indépendance du responsable en charge de l'audit interne et donner son avis sur le programme annuel d'audit avant sa mise en œuvre ;
- Emettre des recommandations sur la sélection, la nomination, le renouvellement et la rémunération des auditeurs externes ;
- Veiller à l'indépendance et à la qualité des travaux des auditeurs externes.

Concernant les deux dernières missions relatives aux auditeurs externes, le Code Marocain recommande que pour les entreprises faisant appel public à l'épargne, le double commissariat aux comptes renforce l'indépendance et le contrôle effectif des auditeurs externes et que le Comité d'Audit doit veiller à son effectivité, notamment sur les questions importantes qui apparaissent lors de l'arrêté des comptes.

Le mandat légal du Commissaire aux Comptes étant de 3 ans (article 163 de la loi 17-95), le code recommande à l'organe de gouvernance de proposer la rotation de l'auditeur externe après deux mandats successifs de 3 ans.

Le Comité d'Audit veillera à ce que l'auditeur externe n'effectue aucune autre mission susceptible de porter atteinte à son indépendance.

- Fonctionnement (recommandation du code) :

Le Code Marocain recommande que le comité se réunisse au moins deux fois par an. La circulaire BAM C N° 4/W/2014 impose au Comité d'Audit de se réunir au moins une fois par trimestre. Cette périodicité peut être semestrielle lorsque la taille de l'établissement le justifie.

- Composition (exigence légale) :

Le Comité d'Audit doit être constitué des administrateurs non dirigeants. Cependant, la législation sur les sociétés anonymes est silencieuse sur l'indépendance et les compétences des membres des Comités d'Audit et sur les compétences des administrateurs en général.

L'article 16 de la directive BAM N°1/W/2014 impose que les Comités d'Audit soient composés de membres non exécutifs dont le tiers au moins est indépendant.

Le Code Marocain recommande que le Comité d'Audit soit composé de membres de l'organe de gouvernance qui ont une bonne connaissance des spécificités comptables et financières de l'activité de l'entreprise et qui sont capables d'évaluer les risques auxquels est exposée l'entreprise en fonction de ses métiers et de son environnement.

Les responsables financiers et comptables de l'entreprise, mandataires sociaux ou non, peuvent être invités à participer aux travaux du Comité d'Audit, mais ne peuvent en être membres.

Le Code Marocain recommande que le Comité d'Audit soit constitué d'une majorité de membres non exécutifs ou externes disposant de l'objectivité et de la liberté de jugement nécessaires à un exercice sain et serein de leur mission.

1.5. Comité des Rémunérations et Nominations

Les principes ICGN recommande aussi au conseil d'établir un Comité de Nomination composé d'administrateurs non-exécutifs dont la majorité doit être indépendante. Le rôle et les responsabilités du Comité de Nomination doivent être décrits dans les termes du mandat.

- Rôle et mission (recommandation légale) :

L'article 76 de la loi 17-95 recommande la création du comité mais la législation sur les sociétés anonymes demeure silencieuse sur la mission et le fonctionnement de ce comité.

De façon limitée et moins explicite, l'article 67bis stipule que sur proposition du Directeur Général, le Conseil d'Administration peut donner mandat à une ou plusieurs personnes physiques chargées d'assister le Directeur Général, avec le titre de Directeur Général Délégué. Le Conseil d'Administration détermine la rémunération du Directeur Général et des Directeurs Généraux Délégués.

Toutefois, l'article 19 de la directive BAM N°1/W/2014 impose que le Comité des Rémunérations soit chargé d'accompagner l'organe d'administration dans la conception et le suivi du bon fonctionnement du système de rémunération. Il veille à ce qu'il soit approprié et en conformité avec la culture de l'établissement, sa stratégie à long terme des risques, sa performance et l'environnement de contrôle ainsi qu'avec les exigences législatives ou réglementaires.

L'article 20 de la même directive impose que le Comité des Nominations soit chargé d'assister l'organe d'administration dans le processus de nomination et de renouvellement de ses membres ainsi que ceux de l'organe de direction. Ce comité veille également à ce que ce processus de nomination et de réélection soit organisé d'une manière objective, professionnelle et transparente. A ce titre, ce comité est responsable, notamment de :

- Etablir les procédures de nomination des membres des organes d'administration et de direction ;
- Evaluer périodiquement la structure, la taille et la composition de l'organe d'administration et de soumettre des recommandations à ce dernier en vue de modifications éventuelles concernant la nomination ou la réélection de ses membres, y compris son Président ;
- Identifier et de proposer à l'approbation de l'organe d'administration des candidats aux fonctions vacantes ;
- Evaluer la situation de chaque membre de l'organe d'administration par rapport aux critères d'indépendance et d'identifier les administrateurs indépendants potentiels ;
- Préparer et soumettre à l'organe d'administration les dispositions relatives au plan de succession ;

- Proposer la désignation d'administrateurs pour les responsabilités au sein des comités spécialisés ;
- Identifier, traiter voire éliminer les situations de conflits d'intérêts émanant du processus de nomination.

Selon le Code Marocain, ce comité aide l'organe de gouvernance à :

- Mettre en place avec clairvoyance une politique de rémunération à la fois juste et incitative des membres de l'organe de gouvernance et des autres dirigeants ;
- Clarifier la rémunération des membres de l'organe de gouvernance ;
- S'assurer de l'adéquation de la qualité des équipes dirigeantes et de l'organe de gouvernance avec la stratégie de l'entreprise.

- Fonctionnement (Directive de BAM et recommandation du code) :

Selon les articles 19 et 20 de la directive BAM N°1/W/2014, ce comité se réunit au moins une fois par an.

Le Code Marocain recommande ainsi, que le Comité des Rémunérations et des Nominations se réunisse au moins deux fois par an et chaque fois qu'il le juge nécessaire pour remplir ses obligations. Nous retiendrons à ce niveau, l'exigence de la directive de BAM qui se limite à une fréquence annuelle.

- Composition (recommandation légale) :

La législation sur les sociétés anonymes impose que le Comité des Rémunérations et des Nominations soit constitué d'administrateurs non dirigeants.

L'article 16 de la directive BAM N°1/W/2014 impose que les Comités des Rémunérations et Nominations soient composés de membres non exécutifs dont le tiers au moins est indépendant.

Pour assurer l'indépendance et la transparence requises, le Code Marocain recommande que ce comité comporte au moins un membre de l'organe de gouvernance externe et non salarié.

1.6. Outils consacrés à la gouvernance

En vue d'aider l'organe de gouvernance à remplir sa mission de transparence, le Code Marocain recommande que les entreprises adoptent un règlement intérieur et une charte du membre de l'organe de gouvernance constituant deux éléments clés dans la formalisation et la mise en œuvre de la gouvernance d'entreprise.

- Règlement intérieur (recommandation du code):

Le Code Marocain recommande que les entreprises adoptent un règlement intérieur qui prévoit notamment :

- L'organisation des réunions de l'organe de gouvernance ;
- Ses missions ;
- La répartition des pouvoirs entre les dirigeants (le Président, le Président du Directoire, le Directeur Général, les gérants...) ;
- Les délégations de pouvoirs données au Président Directeur Général ou au Directeur Général (en cas de structure dissociée) en matière d'investissement, de désinvestissement et de financement ;
- La définition des Comités Spécialisés, et pour chacun d'eux, sa composition, le nombre minimum de réunions annuelles, sa mission, ses moyens, ses rapports ;
- Le mode et la fréquence d'évaluation de l'organe de gouvernance.

- Charte de l'administrateur (recommandation du code):

Le Code Marocain recommande la mise en place d'une charte fixant les droits et les devoirs des administrateurs qui peut être insérée ou non au niveau du règlement intérieur.

Elle prévoit les droits et les devoirs des membres de l'organe de gouvernance et reprend les aspects suivants :

- La connaissance et la compétence, la formation et l'information du dit membre ;
- La défense de l'intérêt social et la loyauté ;
- La déontologie : confidentialité, conflits d'intérêt, transparence des transactions sur les titres détenus ;
- Le devoir de s'exprimer et l'indépendance d'esprit ;
- La disponibilité et l'assiduité aux réunions de l'organe de gouvernance ;
- La présence à l'Assemblée Générale ;
- Les critères d'attribution des jetons de présence.

- Reporting (directive de BAM et recommandation du code):

L'article 50 de la directive BAM N°1/W/2014 impose aux établissements de crédit de fournir dans leurs rapports annuels ou dans tout autre support approprié des informations liées :

- A la structure de l'organe d'administration telle que les règles de fonctionnement, le nombre des membres, le nom des administrateurs et leurs parcours professionnels, le processus de sélection, les autres mandats des administrateurs, les critères

d'indépendance, les intérêts significatifs dans des transactions ou engagements de l'établissement ;

- A l'organe de direction notamment ses attributions, ses circuits d'information, la qualification et l'expérience de ses membres et le bilan de ses travaux ;
- A la composition, le mandat, les attributions et les travaux des comités ;
- A la structure d'actionnariat telle que les principaux actionnaires, les propriétaires effectifs, l'évolution du capital, la participation des principaux actionnaires aux organes d'administration et de direction et aux Assemblées Générales d'Actionnaires ;
- A la structure organisationnelle incluant l'organigramme, les lignes de métier, les filiales et les sociétés affiliées ;
- Aux informations sur le système d'incitations financières de l'établissement notamment la politique de rémunération, les traitements des organes d'administration et de direction, les programmes de primes, d'actions gratuites et d'options d'achat d'actions ;
- Au code de conduite, aux normes de comportement professionnel et/ou principes déontologiques de l'établissement ;
- A la teneur de la politique de gouvernance, son processus de mise en œuvre, son autoévaluation faite au niveau de l'organe d'administration et ses résultats ;
- Aux politiques de l'établissement en matière de conflits d'intérêts plus particulièrement concernant la nature et l'ampleur des transactions avec des entreprises du même groupe et des parties liées ou toute activité de l'établissement dans laquelle les membres des organes d'administration et de direction ont des intérêts significatifs, directement, indirectement ou pour le compte de tiers. Ceci inclut également les prestations de services ou toutes autres transactions effectuées avec les Commissaires aux Comptes.

Le Code Marocain partage cette même vision et recommande à l'entreprise d'informer les actionnaires, les associés et les parties prenantes sur ses pratiques de gouvernance et de rendre compte de la manière dont elle les applique en vertu du principe "Comply or Explain".

L'entreprise communiquera notamment autour de :

- L'équilibre des pouvoirs au sein de l'entreprise ;
- La composition et l'organisation de l'organe de gouvernance ;
- Les travaux des Comités Spécialisés ;

- La politique de rémunération des membres de l'organe de gouvernance et des principaux dirigeants ;
- Les conventions réglementées ;
- Les pactes d'actionnaires ;
- Les participations croisées.

A cet effet, l'entreprise consacrera un chapitre "Gouvernance d'entreprise" dans son rapport de gestion et, le cas échéant, dans son rapport annuel.

- Evaluation (directive de BAM et recommandation du code) :

Le Code Marocain recommande (i) Au moins une fois par an une évaluation interne du fonctionnement du Conseil d'Administration par le même organe, (ii) évaluation externe formalisée tous les trois ans et (iii) réunion d'évaluation une fois par an des administrateurs non exécutifs.

Le Code Marocain recommande à l'organe de gouvernance d'évaluer sa taille, sa composition, son organisation, ses travaux, ses résultats, la contribution de chacun de ses membres, du Président et du gérant et son interaction avec le management de l'entreprise.

Sur le plan pratique, il doit consacrer une fois par an un point de son ordre du jour à des échanges sur son fonctionnement.

Une évaluation formalisée devrait être conduite tous les trois ans au moins, éventuellement sous la direction d'un membre non exécutif ou externe de l'organe de gouvernance avec l'assistance d'un expert extérieur.

Il est également recommandé que les membres de l'organe de gouvernance non exécutifs évaluent leur interaction avec le management de l'entreprise et se réunissent, à cet effet, une fois par an en dehors de la présence des mandataires sociaux et des membres exécutifs.

Par ailleurs, l'article 16 de la directive BAM N°1/W/2014 impose que l'organe d'administration formalise ses propres règles d'organisation et de fonctionnement et procède à des évaluations régulières et formalisée de sa performance ainsi que celle de chacun de ses membres. Ce processus d'autoévaluation doit permettre au minimum de :

- Juger de l'efficacité du fonctionnement de l'organe d'administration selon des critères bien définis ;

- Vérifier si les questions qui lui sont soumises sont préparées et discutées de manière adéquate ;
- Apprécier la contribution effective de chaque membre par sa présence aux réunions de l'organe d'administration et de ses comités ainsi que son engagement constructif dans les discussions et les prises de décisions ;
- Vérifier si la composition actuelle de l'organe d'administration répond à ses attributions et aux objectifs qu'il s'est assignés.

Nous retiendrons que l'organe de gouvernance devrait mettre en place une évaluation de son fonctionnement sans préciser la fréquence.

1.7. Droits des actionnaires

Les principes de l'ICGN recommandent au conseil de :

- Divulguer la politique de l'entreprise en matière de détention d'actions par le PDG et les dirigeants. Cela inclut de divulguer la politique en matière d'exigences d'actionnariat et de durée de détention des actions ;
- Publier régulièrement toutes les informations nécessaires sur les caractéristiques des différentes classes d'actions. Si le principe « une action une voix » n'est pas appliqué, il doit être expliqué pourquoi et accompagné de mesures de protection envers les actionnaires minoritaires ;
- De publier sur le site web de l'entreprise les votes de l'Assemblée Générale, les taux de participation sur chaque résolution votée, ainsi que les instructions de vote (pour, contre ou abstention).

Par ailleurs, l'article 108 de la loi N°17-95 stipule que les Assemblées Ordinaires ou Extraordinaires présentent l'ensemble des actionnaires. Ce point est précisé par l'article 127 qui indique que " les statuts peuvent exiger un nombre minimum d'actions, sans que celui-ci puisse être supérieur à dix, pour ouvrir le droit de participer aux AGO. Les actionnaires qui ne réunissent pas le nombre requis peuvent se réunir pour atteindre le minimum prévu par les statuts et se faire représenter par l'un d'entre eux"

En effet, l'entreprise doit assurer la protection des droits des actionnaires et associés et faciliter leur exercice. Elle doit en outre garantir un traitement équitable de tous les actionnaires et associés, y compris les minoritaires et les non-résidents.

- Participation aux AG (recommandation du code) :

L'Assemblée Générale qui est le lieu par excellence pour l'actionnaire et l'associé pour exercer ses droits dans l'entreprise constitue un élément central de la Gouvernance d'Entreprise. Le Code Marocain recommande notamment que :

- L'entreprise encourage la participation effective et le vote des actionnaires ou associés aux Assemblées Générales.
- L'entreprise arrête le lieu, la date et l'échéance de la tenue de l'Assemblée Générale en prenant en considération cette préoccupation et mettra à la disposition des actionnaires et associés sur son site Internet, entre autres, toutes informations pertinentes et pratiques concernant leur participation à l'Assemblée Générale et, notamment, les règlements et les procédures de vote.
- L'ensemble des documents et informations relatifs à l'Assemblée Générale soient mis à la disposition des actionnaires et associés dans les plus brefs délais afin qu'ils aient le temps d'en prendre connaissance avant la tenue de l'Assemblée.
- L'avis de convocation à l'Assemblée Générale doit comporter de manière claire la possibilité offerte aux actionnaires et associés de faire inscrire des points à l'ordre du jour de la date de l'Assemblée Générale et de proposer des résolutions y afférentes.
- S'agissant des résolutions mises au vote à l'Assemblée Générale, celles-ci devront être accompagnées d'informations qui en précisent notamment les enjeux pour éclairer les décisions de vote des actionnaires et associés.
- L'entreprise devrait prévoir dans ses statuts le droit de participer aux AG sans fixer le nombre minimum d'actions.

- Traitement équitable des actionnaires (recommandation du code) :

Les droits des actionnaires et associés et leur traitement équitable doivent être respectés conformément à la législation et à la réglementation en vigueur et sans coût pour l'actionnaire. L'égalité des actionnaires et associés, majoritaires et minoritaires, résidents ou non-résidents, en matière de traitement et d'exercice de droit de vote constitue un principe essentiel de la gouvernance d'entreprise.

Le Code Marocain recommande aux entreprises d'assurer un traitement équitable de tous les actionnaires et associés, y compris les minoritaires et les non-résidents en appliquant le principe « une action, une voix ». Selon le code, les actionnaires et associés minoritaires et non-résidents devraient participer aux décisions importantes de l'entreprise telles que :

- Les émissions nouvelles ;
- Les modifications statutaires ;
- Les opérations à caractère exceptionnel ;
- L'élection et la révocation des administrateurs ;
- La politique de rémunération des administrateurs et des principaux dirigeants ;
- L'approbation des auditeurs externes ;
- La politique de dividendes.

A titre indicatif, dans beaucoup de pays, les sociétés ont le droit d'émettre des actions sans droits de vote ou à vote préférentiel. Au Maroc, l'émission d'actions à droits de vote double est permise sous certaines conditions en vertu de l'article 257 de la loi 17-95.

1.8. Transparence et diffusion de l'information

La position de l'ICGN sur la diffusion de l'information et la transparence est énoncée dans les Principes comme suit : « Le conseil doit présenter une évaluation actualisée et compréhensible de la situation de l'entreprise et de ses perspectives dans le rapport annuel et dans les comptes, afin de permettre aux actionnaires d'évaluer la performance de l'entreprise, son business model, sa stratégie et ses perspectives sur le long-terme ».

Selon le Principes ICGN, le conseil est tenu responsable de mettre à disposition des actionnaires et parties prenantes, notamment dans le rapport annuel, les informations ayant trait aux champs suivants :

- Responsabilités du conseil ;
- Identification des canaux de dialogue avec les parties prenantes ;
- Notification de l'ordre du jour détaillé de l'Assemblée Générale, sur le site web de l'entreprise un mois avant la réunion ;
- Politique de l'entreprise en matière de diversité au niveau du conseil et du management, et suivi des progrès accomplis ;
- Exposé des critères d'indépendance des administrateurs ;
- Processus de nomination, d'élection et réélection des administrateurs et leurs biographies détaillées ;
- Rémunération des administrateurs ;
- Rémunération des dirigeants.

S'agissant de l'audit externe, ces principes recommandent au comité de publier le rapport du Commissaire aux Comptes qui doit fournir une opinion indépendante et objective sur les comptes et la vision juste et fiable qu'ils donnent de l'état financier et de la performance de l'entreprise. Le conseil doit également divulguer le processus d'examen et de suivi des transactions entre parties liées.

Concernant les informations non financières, le conseil doit fournir un rapport intégré qui met en contexte la performance historique de l'entreprise et une description des risques, des opportunités et perspectives futures de l'entreprise. Ceci doit permettre aux actionnaires de comprendre les objectifs stratégiques, les progrès et leurs mises en œuvre. Ces publications doivent entre autres :

- Etre liées au business model de l'entreprise ;
- Etre réellement informatives ;
- Décrire la stratégie de l'entreprise et les risques et opportunités associés et expliquer le rôle du conseil dans l'évaluation et la supervision de la stratégie et la gestion des risques et des opportunités ;
- Etre accessibles et intégrées à des informations qui permettent aux actionnaires d'avoir une vue d'ensemble de l'entreprise ;
- Utiliser des indicateurs de performance clés, liés à la stratégie et facilitant les comparaisons ;
- Utiliser des mesures objectives lorsque ceci est applicable et des estimations basées sur des faits, le cas échéant ;
- Etre renforcées, si possible, par une assurance indépendante menée annuellement.

L'équivalent au niveau du Code Marocain recommande que les actionnaires ou associés doivent avoir accès sans coûts et en temps opportun à des informations exactes, précises, fiables et complètes sur tous les aspects significatifs concernant l'entreprise. Ces informations doivent être accessibles et facilement interprétables pour aider les actionnaires et les investisseurs dans leur processus de décision.

L'entreprise et son organe de gouvernance ont l'obligation de transparence vis-à-vis des actionnaires et associés pour leur permettre de prendre les meilleures décisions et d'exercer en connaissance de cause leurs droits. A côté des obligations légales ou réglementaires en matière d'information, les bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise recommandent la

diffusion d'informations relatives, par exemple, aux risques significatifs ou prévisibles ou encore à la politique de gouvernance de l'entreprise. L'information doit porter sur les données importantes ou significatives de l'entreprise et doit être diffusée simultanément à tous les actionnaires pour garantir leur traitement équitable. En particulier, l'information financière et comptable doit être fiable, comparable, suffisamment détaillée et répondre strictement aux normes comptables nationales ou internationales.

Le code recommande que l'entreprise présentera dans son rapport de gestion une vue complète de sa situation financière et de ses principaux indicateurs d'activités et de performance. Les groupes doivent diffuser, en particulier, des informations complètes sur les transactions intra-groupes selon les normes en vigueur.

- Diffusion de l'information (exigence légale) :
 - Régulateurs

Si la communication financière relative aux Emetteurs faisant appel public à l'épargne est encadrée par la législation et la réglementation de l'AMMC, la communication non financière relève plutôt d'une démarche volontariste. Dans son guide de la communication financière (2012), l'AMMC exhorte les Emetteurs à aller au-delà de leurs obligations légales : « les Emetteurs doivent adopter une communication financière volontariste qui dépasse le simple respect des obligations légales en matière d'information, elle doit tenir compte des dimensions économiques et stratégiques de l'entreprise; le tout, bien évidemment, en respectant les limites permises par les conditions de la concurrence et le respect du secret des affaires ». La portée de la recommandation pourrait se trouver quelque peu limitée par ces dernières conditions énoncées.

Le régulateur considère par ailleurs, que la communication financière effectuée sur une base volontaire tend à devenir de plus en plus institutionnelle et fait partie intégrante de l'image de l'entreprise. Elle regroupe, outre les commentaires de résultats, un certain nombre de pratiques comme les réunions de presse et d'analystes.

En effet, ces réunions, dont l'objectif est de commenter les résultats, constituent un moment privilégié de communication et d'échange entre le management et le marché financier au-delà de la publication d'indicateurs de performance présélectionnés.

A ce titre, et pour une meilleure transparence, l'AMMC encourage vivement l'organisation de ce type de manifestation et publie annuellement la liste des Emetteurs qui tiennent ces réunions.

- Loi 17-95

L'article 72 de la loi 17-95 impose à l'organe de gouvernance de présenter à l'Assemblée Générale Ordinaire annuelle un rapport de gestion comportant les informations prévues à l'article 142. Il précise que le rapport de gestion du Conseil d'Administration ou du Directoire doit contenir tous les éléments d'information utiles aux actionnaires pour leur permettre d'apprécier l'activité de la société au cours de l'exercice écoulé, les opérations réalisées, les difficultés rencontrées, les résultats obtenus, la formation du résultat distribuable, la proposition d'affectation dudit résultat, la situation financière de la société et ses perspectives d'avenir.

En plus l'article 156, précise que les sociétés anonymes faisant appel public à l'épargne doivent publier dans un journal d'annonces légales et au " Bulletin officiel ", en même temps que l'avis de convocation de l'Assemblée Générale Ordinaire annuelle, les états de synthèse relatifs à l'exercice écoulé, établis conformément à la législation en vigueur en faisant apparaître clairement s'il s'agit d'états vérifiés ou non par le ou les Commissaires aux Comptes.

- Responsable de diffusion de l'information:

Une différence sémantique est à noter entre la loi relative aux sociétés anonymes et le Code Marocain, sur l'entité responsable de la diffusion de l'information. Dans le cas des sociétés faisant appel public à l'épargne, c'est le conseil qui est responsable de l'information destinée aux actionnaires et au public (article 72); Tandis que le Code fait plutôt référence à « l'entreprise » dans les articles relatifs à la transparence et à la diffusion de l'information, en spécifiant toutefois que les fonctions du conseil comprennent la « surveillance du processus de diffusion de l'information et de communication de l'entreprise ».

• Communication avec le marché (recommandation du code) :

Le code recommande à l'entreprise de désigner un responsable de communication financière. Ce dernier est chargé de définir une politique de communication structurée, de centraliser l'information et de jouer le rôle d'interlocuteur vis-à-vis des tiers.

L'entreprise utilise Internet en tant que moyen complémentaire de diffusion d'informations.

L'entreprise faisant appel public à l'épargne organise des réunions d'explication avec la presse financière et les analystes financiers.

L'entreprise faisant appel public à l'épargne communique autour de ses principaux indicateurs d'activité et de résultats selon une fréquence trimestrielle.

Elle communique aussi autour de transactions sur les titres des principaux dirigeants et des administrateurs qui détiennent directement ou indirectement un pourcentage de capital supérieur à 5%.

- Informations sur les transactions entre parties liées ou conventions réglementées (exigence légale)

L'article 56 de la loi 20-05 définit les conditions qui nécessitent la mise en place des conventions réglementées en tenant compte de la possibilité de nommer un Directeur Général délégué. Il stipule que toute convention intervenant entre une société anonyme et l'un de ses administrateurs ou Directeurs Généraux ou Directeurs Généraux Délégués ou l'un de ses actionnaires détenant, directement ou indirectement, plus de cinq pour cent du capital ou des droits de vote doit être soumise à l'autorisation préalable du Conseil d'Administration.

Il en est de même des conventions auxquelles *une des personnes visées à l'alinéa précédent* est indirectement intéressée ou dans lesquelles *elle* traite avec la société par personne interposée.

Sont également soumises à autorisation préalable du Conseil d'Administration, les conventions intervenant entre une société anonyme et une entreprise, si l'un des administrateurs, Directeurs Généraux *ou Directeurs Généraux Délégués* de la société est propriétaire, associé indéfiniment responsable, gérant, administrateur ou Directeur Général de l'entreprise ou membre de son Directoire ou de son Conseil de Surveillance.

L'article 58 précise que l'Administrateur, le Directeur Général, *le Directeur Général Délégué ou l'actionnaire intéressé* est tenu d'informer le Conseil dès qu'il a eu connaissance d'une convention à laquelle l'article 56 est applicable. Il ne peut prendre part au vote sur l'autorisation sollicitée.

Le Président du Conseil d'Administration avise le ou les Commissaires aux Comptes de toutes les conventions autorisées en vertu de l'article 56 dans un délai de trente jours à compter de la date de leur conclusion et soumet celles-ci à l'approbation de la prochaine Assemblée Générale Ordinaire.

Le ou les Commissaires aux Comptes présentent, sur ces conventions, un rapport spécial à l'assemblée qui statue sur ce rapport. *Le contenu dudit rapport est fixé par décret.*

L'intéressé ne peut pas prendre part au vote et ses actions ne sont pas prises en compte. La publication de ces conventions est exigée par le législateur car tous les actionnaires doivent avoir le droit de revoir les transactions significatives et le conseil doit divulguer la procédure de leur revue et surveillance.

- *Respect des droits des parties prenantes (recommandation du code) :*

L'entreprise doit respecter les droits des parties prenantes et tout mettre en œuvre pour les traiter équitablement et établir avec elles des relations mutuellement profitables.

Le code définit les parties prenantes comme étant les actionnaires ou les associés, les employés, les clients, les créanciers, l'administration et d'une manière générale tout partenaire en relation avec l'entreprise.

Le respect de ce critère se traduit par la mise en place de certaines pratiques définies dans le code (implication des salariés, charte de responsabilité sociale...). L'entreprise publiera, le cas échéant, le rating des agences de notation sociale, sociétale et environnementale et les changements intervenus au cours de l'exercice.

- *Politique de rémunération des principaux dirigeants et des membres de l'organe de gouvernance (directive de BAM et recommandation du code) :*

Le code recommande que les actionnaires et associés soient informés de la politique globale de rémunération des principaux dirigeants pour avoir une vue claire de son coût global et de ses critères de détermination par référence aux objectifs et aux résultats de l'entreprise.

Les actionnaires ou associés doivent également être informés de la politique des jetons de présence autorisés par l'Assemblée Générale et versés aux membres de l'organe de gouvernance exécutifs et non exécutifs et des règles de répartition adoptées (Président,

membres, partie fixe, partie variable, jetons supplémentaires pour la participation aux Comités spécialisés).

Concernant les établissements de crédit, la directive de BAM précise que l'organe d'administration veille à l'élaboration, la mise en œuvre et la surveillance d'une politique de rémunération visant à prévenir les conflits d'intérêts et à promouvoir une gestion efficace des risques, notamment pour les membres de l'organe d'administration et de direction.

- Information sur la rémunération des principaux dirigeants (directive de BAM et recommandation du code) :

La rémunération inclut toutes les rémunérations directes ou indirectes, de toute nature, y compris les plans d'options de souscription ou d'achat versés par l'entreprise ou l'ensemble des entreprises, Marocaines et étrangères, qui entrent dans le périmètre de consolidation.

- Information sur la rémunération des membres de l'organe de gouvernance (directive de BAM et recommandation du code) :

L'article 50 de la directive BAM N°1/W/2014 impose aux établissements de crédit de fournir dans leurs rapports annuels ou dans tout autre support approprié des informations liées au système d'incitations financières de l'établissement notamment la politique de rémunération, les traitements des organes d'administration et de direction, les programmes de primes, d'actions gratuites et d'options d'achat d'actions

La raison d'être de ces deux derniers critères réside dans le fait que le conseil doit montrer que la rémunération des dirigeants et des administrateurs est en phase avec les performances annuelles de l'entreprise et sa création de valeur à long terme.

2. Procédure de notation

Dans un premier temps, les 31 critères avaient la même note de conformité qui est de 1, ce qui donne un score de conformité maximum de 31 points.

Après consultation de 2 experts (un administrateur et un commissaire aux comptes), nous avons modifié la note de conformité pour distinguer entre les types de critère suivants :

- Exigence légale notée 1 point car toutes les sociétés devraient s'y conformer ;

- Recommandation du Code Marocain notée 2 points car son adoption s'inscrit dans une démarche volontariste tandis que la non application n'est pas sanctionnée ;
- Une bonne pratique de la place qui découle notamment de l'enquête de l'IMA, notée 3 points.

Ces critères seront ainsi notés « 0, 1, 2 ou 3 » selon si les pratiques publiées par les Emetteurs observés sont acceptables et leur sommation permettra d'établir un « Scoring-Gov». Ce rating permet de mesurer la mise en œuvre des meilleures pratiques, recommandations et obligations selon les préoccupations des actionnaires, investisseurs, législateurs et régulateurs. Il donne les tendances générales du marché des Emetteurs et les tendances par taille et par secteur lorsque les résultats sont représentatifs. La note de conformité ainsi obtenue est de 47 points. Un aperçu des bonnes et mauvaises pratiques, donnant lieu à la désignation nominative des sociétés concernées, sera présenté.

3. Choix des indicateurs de performance

De la même manière que la mesure de la Corporate Gouvernance, il n'existe pas non plus de modèle défini et accepté pour mesurer la performance opérationnelle.

Les chercheurs considèrent très souvent les variables dépendantes suivantes : la valeur du flottant (Market cap), la rentabilité des capitaux employés ROCE, le retour sur capital ROE, la marge nette et la croissance du chiffre d'affaires. Le Tobin's Q est utilisé en tant que mesure unique de la valeur et enfin deux mesures de rémunération des actionnaires : dividendes (payout) et rachat d'action (stock repurchase).

Plusieurs dirigeants d'Emetteurs Marocains privilégient la mesure de la réalisation de leurs objectifs en terme d'EBE et ce quelque soit les imprévus rencontrés pendant la période. Les investisseurs et les dirigeants d'entreprises continuent ainsi à analyser l'impact de leurs décisions sur les critères comptables. Ces critères sont systématiquement utilisés comme critères d'analyse de toute décision financière, même au niveau des Conseils d'Administration.

Pour nos travaux de recherche, nous avons opté pour le suivi de la performance des Emetteurs selon des indicateurs comptables qui se trouvent dans les états financiers en lecture directe et

ne nécessitent donc pas des calculs ou des retraitements complexes. Il s'agit notamment des indicateurs consolidés suivants : le chiffre d'affaires, l'excédent brut d'exploitation, le résultat d'exploitation, le résultat net part du groupe, la marge sur EBE, la marge nette, la rentabilité des capitaux propres (ROE) et la rentabilité des capitaux employés (ROCE). Concernant le suivi de la performance boursière, nous avons considéré les paramètres boursiers qui intéressent les actionnaires, à savoir : le PER, la capitalisation et le cours boursier.

Les autres types d'indicateurs plus élaborés (EVA, VAN ...) pourraient constituer le champ de travaux de recherche plus poussés à condition de pouvoir accéder à des données fiables et actualisées.

Le test de l'impact de la Corporate Gouvernance sur la performance s'est effectué plus exactement en comparant l'évolution des indicateurs sélectionnés sur un horizon de cinq ans. La définition adoptée des indicateurs de performance est détaillée comme suit :

1- Chiffre d'affaires : Le chiffre d'affaires est le montant total des ventes de biens et de services durant un exercice comptable. L'étude de son évolution permet de juger d'une partie de la santé de l'entreprise et :

- Si le chiffre d'affaires est croissant, l'entreprise est dynamique ;
- S'il est constant, l'entreprise a une activité stable ;
- S'il est décroissant, l'entreprise connaît des difficultés.

Il s'agit d'un indicateur en lecture directe à partir des états financiers. Pour les groupes, nous avons considéré le chiffre d'affaires consolidé qui ressort des états consolidés.

Concernant, le secteur bancaire, le chiffre d'affaires est assimilé au produit net bancaire (PNB) ;

2- EBE ou EBITDA : l'Excédent Brut d'Exploitation est le résultat avant charges et produits financiers, impôts, dotations aux amortissements et provisions. Il correspond au résultat généré par l'activité de l'entreprise. C'est un indicateur de rentabilité de l'entreprise et de sa capacité à générer de la trésorerie. Il s'agit donc d'un indicateur de la capacité bénéficiaire de l'entreprise. Cet indicateur est saisi soit à partir des états financiers en lecture directe (en social dans les soldes intermédiaires de gestion) soit calculé selon la formule suivante :

$EBE = CA - (\text{matières premières, marchandises}) - (\text{charges externes, impôts, taxes}) - (\text{salaires, charges}).$

3- Résultat d'exploitation : C'est le résultat avant frais financiers et impôts et sa formule de calcul est la suivante :

$REX = EBITDA - (\text{amortissements, dépréciations, provisions})$

Il s'agit de la différence entre les produits d'exploitation et les charges d'exploitation. Ce résultat donne la ressource dégagée par l'activité commerciale et industrielle de l'entreprise durant un exercice comptable. Il indique la rentabilité économique réelle de la société, c'est-à-dire sa capacité à générer du bénéfice à partir de son activité principale. Prenant en compte les dotations aux amortissements et les provisions, il permet aussi d'évaluer la stratégie d'amortissement et d'investissement de l'entreprise.

4- Résultat net part du groupe : Le résultat net part du groupe correspond au résultat net du groupe sous déduction de la part du résultat des filiales consolidées par intégration globale qui revient aux actionnaires minoritaires et non pas à la société-mère du groupe. Il peut être supérieur au résultat net global quand des filiales consolidées par intégration globale et avec des actionnaires minoritaires sont en pertes.

Le résultat net traduit l'enrichissement ou l'appauvrissement de l'entreprise au cours de l'exercice considéré ; il relève donc d'un concept patrimonial et non de trésorerie. Il tient compte, dans cette optique, des appauvrissements que constituent les dotations aux amortissements et aux provisions. Il s'agit en fait de la part résiduelle du résultat d'exploitation revenant aux actionnaires après que les créanciers et l'Etat ont perçu leur part. Ce résultat net peut donc être distribué sous forme de dividendes, ou mis en réserves (et augmenter ainsi le montant des capitaux propres de l'entreprise).

Nous avons également suivi les indicateurs boursiers suivants :

- Capitalisation boursière : elle résulte de la multiplication du nombre total d'actions en circulation par le cours de bourse ;
- Cours de l'action : cours de bourse
- PER qui correspond au Cours de Bourse / Bénéfice par action

Le PER (Price Earning Ratio) est sans conteste l'un des ratios boursiers les plus utilisés. C'est le nombre de fois que le bénéfice par action est capitalisé dans le cours de l'action. Il sert surtout à comparer la valeur d'une société par rapport à ses pairs, à son secteur d'activité, ou encore à la situer par rapport à sa valeur haute et valeur basse historique. Plus le PER est élevé, plus la société est jugée « chère » en termes relatifs. Ainsi, un titre coûtant quelques dizaines de Dirhams peut être estimé plus cher qu'un autre qui coûte plusieurs centaines de Dirhams, mais dont le PER est moins élevé.

Cependant, nous nous sommes heurtés à la difficulté de l'exploitation de cette donnée à cause des limites suivantes :

- Le PER ne peut s'appliquer qu'aux sociétés bénéficiaires.
- Un PER élevé traduit des espoirs de forte rentabilité future. Plus une société connaît une forte croissance et plus son action se traitera avec un PER élevé. Cela peut aboutir à des niveaux de PER exagérés, fondés sur des hypothèses de croissance aberrantes comme cela fut notamment le cas lors de l'éclatement de la bulle internet en 2000 où des valeurs technologiques dépassaient un PER de 80 voire 100, avant leur effondrement. Les sociétés ayant une bonne visibilité sur leurs profits se traitent souvent avec des PER plus élevés. Cela concerne surtout de grandes sociétés ayant une position concurrentielle très forte.
- Un faible PER peut évoquer une situation de redressement.

Par ailleurs, nous avons également suivi les indicateurs calculés suivants :

1-Marge sur EBE : (EBE / CA) permet d'étudier la pérennité de l'entreprise. Elle représente la capacité de l'entreprise à générer des profits seulement à partir de son activité, sans tenir compte des dotations, de son résultat financier et de son résultat exceptionnel. Si ce taux augmente, alors l'entreprise augmente sa rentabilité.

2-Marge nette : $(Résultat\ Net / Chiffre\ d'Affaires)$. La marge nette est le ratio le plus utilisé pour indiquer la rentabilité d'une entreprise en particulier dans le secteur des services. Il correspond au pourcentage de bénéfice net d'une entreprise par rapport au chiffre d'affaires qu'elle dégage.

3-ROE : $(Résultat\ Net / Capitaux\ Propres)$ signifie "Return On Equity" ou rentabilité des capitaux. Il correspond à la rentabilité de l'argent apporté par les actionnaires à la société : il

quantifie le montant des bénéfices réalisés en pourcentage de l'investissement en capital, et par conséquent l'aptitude de la société à rémunérer les actionnaires. Ce ratio se calcule en divisant le résultat net par les capitaux propres. Plus le ROE est élevé, plus les capitaux utilisés par l'entreprise sont rentables. Certaines sociétés procèdent à des rachats d'actions pour accroître mécaniquement la rentabilité de leurs capitaux propres.

4-ROCE : (REX / Capitaux Employés) signifie "Return On Capital Employed" ou rentabilité des capitaux employés. Il détermine la capacité de l'entreprise à créer de la valeur. Il correspond à la marge d'exploitation de l'entreprise divisée par les capitaux employés. Les capitaux employés sont désignés sous les noms d'actifs économiques, ou encore de capitaux investis. Ils correspondent à la somme des capitaux propres et de l'endettement financier net.

Section II : Méthode de collecte des données

1. Stratégie de constitution de l'échantillon de la recherche

La collecte des données quantitatives se fait à travers une étude documentaire et des tests statistiques sur un panel de 46 Emetteurs Marocains¹⁸⁸.

Notre échantillon est constitué des Emetteurs qui réalisent des opérations financières soumises au contrôle de l'AMMC. Une opération financière est une transaction impliquant la vente ou l'achat d'instruments financiers par un initiateur auprès du public ou d'une contrepartie donnée. Elle peut être réalisée, soit sur un marché organisé, soit de gré à gré. Les initiateurs souhaitant réaliser une opération financière sont tenus d'élaborer un document d'information qui, préalablement à sa diffusion au public, doit être, dans la majorité des cas, visé par l'AMMC.

Les opérations financières réalisées sur le marché financier et nécessitant le visa préalable de l'AMMC peuvent être :

- Des opérations d'appel public à l'épargne portant, soit sur des titres de capital, soit sur des titres de créances. Ces opérations peuvent consister en des augmentations de capital, des introductions en bourse, des émissions de tout type de titres de créances, comme les obligations ordinaires ou convertibles ou encore remboursables en actions ;
- Des offres publiques visant les titres des sociétés cotées sur le marché boursier. Les offres publiques peuvent être des offres publiques d'achat (OPA), des offres publiques d'échanges (OPE), des offres publiques mixtes (offre comportant un règlement partiel en titres avec soulte en espèce) ou des offres publiques de retrait (OPR). Préalablement au visa du document d'information élaboré à l'occasion du lancement de l'offre publique, l'AMMC se prononce sur la recevabilité de l'offre faite par l'initiateur aux porteurs des titres visés par l'offre ;
- Des programmes de rachat par les sociétés cotées de leurs propres actions. En effet, les sociétés dont les actions sont cotées en bourse peuvent racheter une partie desdites actions dans le cadre d'un programme de rachat en vue de régulariser le marché.

¹⁸⁸ Pour pallier une insuffisance de capitaux, les sociétés par actions peuvent faire appel public à l'épargne, c'est-à-dire émettre notamment des actions ou des obligations. En effet, une société peut augmenter son capital en demandant de nouveaux apports à ses actionnaires actuels ou à de nouveaux actionnaires. Elle peut également émettre un emprunt obligataire en demandant au public (personnes morales ou physiques) de lui prêter des capitaux sur une longue durée (5 à 15 ans).

Préalablement à leur mise en place, ces programmes doivent être autorisés par l'Assemblée Générale des Actionnaires de la société sur la base d'un document d'information élaboré par l'Emetteur et visé par l'AMMC.

L'AMMC vise ainsi les notes d'information des Emetteurs à l'occasion d'opérations d'appel public à l'épargne, d'offres publiques et des programmes de rachat, après examen de la pertinence et de la cohérence de l'information destinée aux investisseurs. L'objectif est de s'assurer que les investisseurs disposent de toute l'information pertinente pour prendre leurs décisions d'investissement en connaissance de cause. La note d'information visée par l'AMMC est mise gratuitement à la disposition du public préalablement au début de l'opération.

En réponse à une demande formelle de notre part, l'AMMC nous a fourni une requête des Emissions ayant eu lieu entre 2011 et 2013. Chaque exercice a connu une cinquantaine d'Emissions environ, toutes catégories d'opérations confondues. La population retenue pour les besoins de l'étude comprend, 46 Emetteurs de droit Marocain. Nous avons ainsi écarté les Emissions faites par les sociétés étrangères (ne siégeant pas au Maroc), un Emetteur qui ne communique pas d'information sur ses pratiques de gouvernance (Axa Maroc) et délimité l'échantillon à l'exhaustivité des Emissions ayant eu lieu sur une période de 2 années qui s'étale entre fin 2012 et fin 2014 pour obtenir la photo la plus récente de la gouvernance de ces Emetteurs. Pour 3 Emetteurs uniquement, nous avons considéré les notes d'information visées pendant le troisième trimestre 2011 car ils n'ont pas connu de nouvelles opérations depuis. Ceci nous a permis de constituer un panel de 46 Emetteurs dans les secteurs suivants : Banques et Sociétés de Financement ; Assurance ; Agroalimentaire ; Loisir et Hôtellerie, Mine, Pétrole et Gaz ; Immobilier ; Telecom ; Holding ; Distribution ; Construction ; Industrie et Services.

Par ailleurs, plusieurs auteurs considèrent que la qualité de la gouvernance des entreprises serait influencée par plusieurs facteurs exogènes et endogènes¹⁸⁹. Il s'agit notamment de la taille, le secteur d'activité et la structure de la propriété (actionnaire majoritaire, institutionnel, flottant...). Ce qui nous amène à définir les caractéristiques des Emetteurs observés selon les variables de contrôle suivantes :

¹⁸⁹ Voir supra, page 150.

- La taille représentée par le chiffre d'affaires ou la capitalisation boursière arrêtée au 31 Décembre 2013 ;
- Le secteur d'activité selon les catégories ci-dessus ;
- La structure de propriété en distinguant entre : le taux de détention par un actionnaire majoritaire, un actionnaire étranger, un institutionnel Marocain et le taux du flottant avec une capitalisation boursière arrêtée au 31 Décembre 2013.

Parmi ces Emetteurs, 34 sont cotés à la bourse de Casablanca et ont une capitalisation boursière totale à fin 2013 de 354 MMDH soit 79 % de la capitalisation de la bourse de Casablanca qui s'élève à 450 MMDH à fin 2013.

Nous testons dans un premier temps, l'effet de ces trois variables de contrôle sur la qualité de la gouvernance de l'échantillon des Emetteurs et ensuite, nous testons leur effet sur la relation entre le Scoring-Gov et les indicateurs de performance définis plus haut.

Tableau V.2 1 : Dispositif méthodologique

Méthode	Techniques de collecte	Outils de traitement
Enquête quantitative	Etude documentaire	Analyse statistique (causale, descriptive, explicative)

2. Collecte des données statistiques

L'évaluation des pratiques de gouvernance par rapport à notre grille s'est faite essentiellement à travers des informations déclaratives communiquées par les Emetteurs sous forme de notes d'information publiées en grande partie entre 2013 et 2014 et exceptionnellement pendant la période 2011-2012 du fait que les Emetteurs concernés par cette dernière période n'ont pas fait d'Emissions récentes.

De façon générale, la note d'information porte, notamment : sur l'organisation de l'Emetteur, de la personne morale qui le contrôle et des personnes morales qu'il contrôle, le cas échéant, au sens des dispositions de l'article 144 de la loi n° 17-95 relative aux sociétés anonymes, sur leurs situations économique et financière, sur les perspectives d'évolution de l'activité, ainsi

que sur les caractéristiques et l'objet de l'opération envisagée. Elle doit, notamment, permettre d'apprécier les perspectives d'évolution et de rentabilité de l'Emetteur, sa capacité à honorer ses engagements et à faire face aux remboursements des valeurs mobilières à émettre, le cas échéant¹⁹⁰.

Ces notes d'information sont disponibles sur le site de l'AMMC et consacrent systématiquement un chapitre à la gouvernance dans les rubriques suivantes :

- Assemblée des Actionnaires ;
- Organes d'Administration et de Surveillance de l'Emetteur ;
- Les organes de direction ;
- Gouvernement d'entreprise indiquant entre autres, les données relatives à la rémunération des dirigeants et des membres de l'organe de gouvernance, des informations sur les opérations conclues par l'Emetteur avec les membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance ainsi que des renseignements sur les comités techniques.

Pour compléter l'information sur la gouvernance des Emetteurs, nous avons également exploité les rapports annuels publiés par ces Emetteurs sur leur site interne. Même si, les notes d'information présentent l'avantage d'être mieux fournies en matière de gouvernance mais elles sont figées dans le temps et ne sont actualisées qu'à l'occasion de nouvelles Emissions tandis que les rapports de gestion sont à priori plus dynamiques mais très pauvres en information sur la gouvernance des sociétés. Cette difficulté a été dépassée par les sociétés cotées en France car elles sont tenues de publier un document de référence annuel qui contient toutes les informations nécessaires pour les actionnaires et le marché y compris les pratiques adoptées en termes de gouvernance.

Par ailleurs, la radiographie que nous menons a l'ambition d'être une analyse factuelle des pratiques de gouvernance des Emetteurs Marocains réalisés à partir de documents publics, sans pour autant préjuger de la réalité de leurs mises en œuvre.

S'agissant des indicateurs de performance réalisés sur 5 ans de 2009 à 2013, nous avons exploité les états financiers publiés par ces Emetteurs sous forme de :

- Rapports sociaux ou consolidés annuels sur le site de l'AMMC;

¹⁹⁰ La circulaire de l'AMMC version Janvier 2012 modifiée le 1^{er} Octobre 2014, P 85.

- Etats financiers annuels sur le site de CDG Capital.

La documentation des Assemblées Générales de ces Emetteurs aurait pu être également une source d'information intéressante mais souvent, cette documentation n'est pas accessible.

Concernant, les variables de contrôle, nous saisissons pour chaque Emetteur son chiffre d'affaires et sa capitalisation boursière à fin Décembre 2013, son secteur d'activité et sa structure de propriété (le taux de détention par un actionnaire majoritaire, un actionnaire étranger, un institutionnel Marocain et le taux du flottant avec une capitalisation boursière arrêtée au 31 Décembre 2013).

Quant aux indicateurs de performance, ceux saisis en lecture directe sont les suivants : Chiffre d'affaires, résultat d'exploitation, résultat net ou RNPG. Le reste des indicateurs comme le ROE, la marge sur EBE et la marge nette sont calculés selon les formules définies plus haut. L'EBE quant à lui, est saisi soit à partir des états financiers en lecture directe, soit calculé selon la formule définie plus haut.

Etant donné qu'il n'est pas possible de comparer les indicateurs (CA, EBE, REX et RNPG, ROCE, Cours Boursier) en valeur absolue du fait de la dispersion de la taille et de la multiplicité des secteurs d'activité des sociétés qui composent le panel, nous avons opté pour le calcul de leur évolution sur 5 ans. Quand au ROE, la marge sur EBE et la marge nette, nous avons considéré leur moyenne sur 5 ans.

La croissance du REX est particulièrement intéressante pour un investisseur car il existe une corrélation entre le taux de croissance future des résultats d'exploitation et le multiple du résultat d'exploitation. En effet, un investisseur sera d'autant plus prêt à acheter une entreprise sur la base d'un multiple du résultat d'exploitation élevé que les résultats d'exploitation vont croître fortement (à condition bien sûr que la société crée de la valeur, c'est-à-dire que ses investissements génèrent un taux de rentabilité suffisant). Il l'achète aujourd'hui avec un multiple du résultat d'exploitation élevé sur la base du résultat d'exploitation actuel, mais avec un multiple du résultat d'exploitation correct sur la base d'un résultat d'exploitation futur beaucoup plus élevé. À l'inverse, un investisseur ne sera pas prêt à payer une entreprise sur la base d'un multiple du résultat d'exploitation fort dans la mesure où le résultat d'exploitation devrait rester stable ou croître faiblement ; d'où des multiples faibles pour des entreprises aux

perspectives de croissance modestes. Notons que la croissance du résultat d'exploitation dépendra de la croissance de l'activité traduite par son chiffre d'affaires et de l'évolution de la marge d'exploitation. Toutes choses étant égales par ailleurs, de fortes perspectives de croissance du résultat d'exploitation se traduisent par un multiple du résultat d'exploitation élevé ; de faibles perspectives de croissance par un multiple du résultat d'exploitation faible.

Par ailleurs, nous soulignons à ce niveau le biais qui découle du décalage entre la période d'évaluation de la Corporate Gouvernance des Emetteurs (2012-2014) et la période de suivi des indicateurs de performance (2009-2013).

En effet, pour évaluer l'impact de la Corporate Gouvernance captée en 2012-2014, nous devrions nous intéresser aux performances futures autrement dit à réaliser au-delà de 2013. Or les performances prévisionnelles ne sont pas systématiquement communiquées par les Emetteurs et lorsqu'elles sont communiquées par les Emetteurs cotés, elles sont souvent optimistes visant à améliorer le cours boursier de ces Emetteurs.

Etant donné, que nous avons opté pour le suivi des performances financières sur les 5 dernières années à partir de 2009, nous devrions évaluer la Corporate Gouvernance captée en 2008-2009. Or, les codes de gouvernance ont commencé à se mettre en place en 2008 et la publication par les Emetteurs des informations liées à la Corporate Gouvernance n'a réellement commencé qu'en 2012.

Afin d'atténuer l'effet de ce biais, nous supposons que les critères relatifs aux exigences légales étaient déjà en place et que les critères relatifs aux recommandations des codes ont commencé à se mettre en place avant la période d'observation relative aux indicateurs de performance autrement dit avant 2009. L'évaluation des pratiques abouties en 2013-2014 est le résultat d'abord d'une démarche de conformité suivi d'une démarche volontariste qui remontent à plusieurs années.

3. Analyse de la liaison entre les variables

L'analyse de la liaison entre deux variables devrait répondre à plusieurs objectifs :

- Déterminer s'il existe une relation entre ces variables et caractériser sa forme (positive ou négative, linéaire ou non linéaire, monotone ou non monotone) ;
- Tester si la liaison est statistiquement significative et quantifier son intensité ;

- Valider la liaison identifiée : Est-ce qu'elle n'est pas le fruit d'un simple artefact ou le produit d'autres informations sous-jacentes dans les données ?

L'analyse graphique est une bonne manière de comprendre les différentes caractéristiques énumérées ci-dessus. Le graphique « nuage de point » est l'outil privilégié car il permet d'étudier la forme globale des points, voir notamment s'il existe une forme de liaison ou de régularité en traçant la droite linéaire, détecter visuellement les points qui s'écartent des autres ainsi que les observations atypiques¹⁹¹.

Le coefficient de corrélation linéaire simple (dit de Bravais-Pearson) est une normalisation de la covariance¹⁹² par le produit des écarts-type des variables¹⁹³.

Le coefficient de corrélation constitue une mesure de l'intensité de liaison linéaire entre deux variables. Il est indépendant des unités des variables, ce qui autorise les comparaisons. La mesure 'r' est normalisée, elle est définie entre :

$$-1 \leq r \leq +1$$

Lorsque :

Si $r = +1$, la liaison entre deux variables est linéaire, positive et parfaite c'est à dire la connaissance de la première variable nous fournit la valeur de la deuxième variable (et inversement).

Si $r = -1$, la liaison est linéaire et négative.

Le coefficient de corrélation sert avant tout à caractériser une relation linéaire positive ou négative. Il s'agit d'une mesure symétrique. Plus il est proche de 1 (en valeur absolue), plus la relation est forte. $r = 0$ indique l'absence de corrélation, il équivaut à un test d'indépendance si et seulement si les deux variables suivent une loi normale bivariée.

¹⁹¹ Rakotomalala R., 2015, « Analyse de corrélation, Etude des dépendances - Variables quantitatives », Université Lumière Lyon 2.

¹⁹² La covariance est égale à l'espérance du produit des variables centrées X et Y.

$COV(X, Y) = E\{[X - E(X)][Y - E(Y)]\}$

¹⁹³ Le coefficient de corrélation linéaire simple (dit de Bravais-Pearson) entre deux variables X et Y.

$$r_{xy} = COV(X, Y) / \sqrt{V(X) \times V(Y)}$$

Le coefficient de corrélation empirique est un estimateur biaisé. Fort heureusement, le biais devient négligeable lorsque l'effectif augmente. Pour cette raison, certains logiciels proposent un coefficient de corrélation ajusté¹⁹⁴ qui devient sensible quand l'effectif est faible.

Concernant, nos analyses, nous adoptons la fonction "Coefficient de Corrélation" du tableur EXCEL qui utilise le coefficient de corrélation de Pearson ajusté.

Enfin, "Corrélation n'est pas causalité". C'est une phrase maintes fois répétée dans tous les ouvrages. Le coefficient de corrélation n'est qu'un indicateur statistique, avec ses forces et ses faiblesses. Il ne faut surtout pas en faire une référence absolue. Il importe de délimiter clairement le champ d'action et identifier les cas où ses indications sont sujettes à caution car la qualité des interprétations consécutives aux calculs en dépend.

4. Avis des experts

L'approche quantitative se caractérise par un degré d'irréversibilité important car il s'agit d'instruments de mesure, d'échantillonnage et de définition des variables dépendantes et indépendantes qui sont effectuées avant que commence le recueil des données ce qui rend rigide le calendrier de la recherche et nous amène à prendre toutes les précautions nécessaires pour la réussite de notre projet de recherche.

Nous avons ainsi consulté un panel d'experts formé de 4 administrateurs, 2 représentants de Commissaires aux Comptes, le représentant d'un institutionnel et le représentant du régulateur AMMC et recueilli leur avis notamment sur la pertinence de la grille de gouvernance élaborée, la procédure de notation, le choix des indicateurs de performance et l'analyse des résultats et leur interprétation.

Pour ce faire, nous avons monté un guide d'entretien autour de plusieurs thèmes et sous thèmes relevant de la Corporate Gouvernance et sa relation avec la performance financière. Les différents volets de ce guide sont détaillés en Annexe V.

Les membres du panel ont été saisis par un mail (cf Annexe VI), les informant de la problématique de recherche et des principaux résultats.

¹⁹⁴ Le coefficient de corrélation ajusté s'écrit : $raj = \sqrt{[1 - (n-1)/(n-2) * (1-r^2)]}$. n correspond au nombre d'observation.

Lors de l'entretien, nous respectons le cheminement du guide mais nous le renseignons à posteriori. Une restitution est ensuite retransmise aux experts, membres du panel pour validation et complément d'information.

Les données de ces entretiens ont été d'abord exploitées pour la validation du protocole de l'étude qui se compose principalement de la grille de gouvernance et le choix des indicateurs. Les avis des membres du panel ont permis d'enrichir l'analyse et l'interprétation des résultats.

Conclusion du chapitre V

Ce chapitre avait pour finalité d'asseoir notre protocole d'étude empirique qui consiste à définir une grille d'évaluation de la qualité de gouvernance des Emetteurs Marocains. Cette grille est composée de 31 critères de Gouvernance couvrant essentiellement les pratiques des Conseils d'Administration et les droits des actionnaires (Annexe IV). L'accès au terrain se fera à travers l'exploitation des notes d'information / rapports de gestion de 46 Emetteurs Marocains entre fin 2012 et fin 2014. Un score sera ainsi calculé pour chaque Emetteur et la performance comptable et financière sera suivi selon les critères suivants : CA, REX, EBE, RNPG, Marge sur EBE, Marge nette, ROE/ROCE et cours boursier. Notre approche méthodologique peut ainsi être schématisée de la manière suivante :

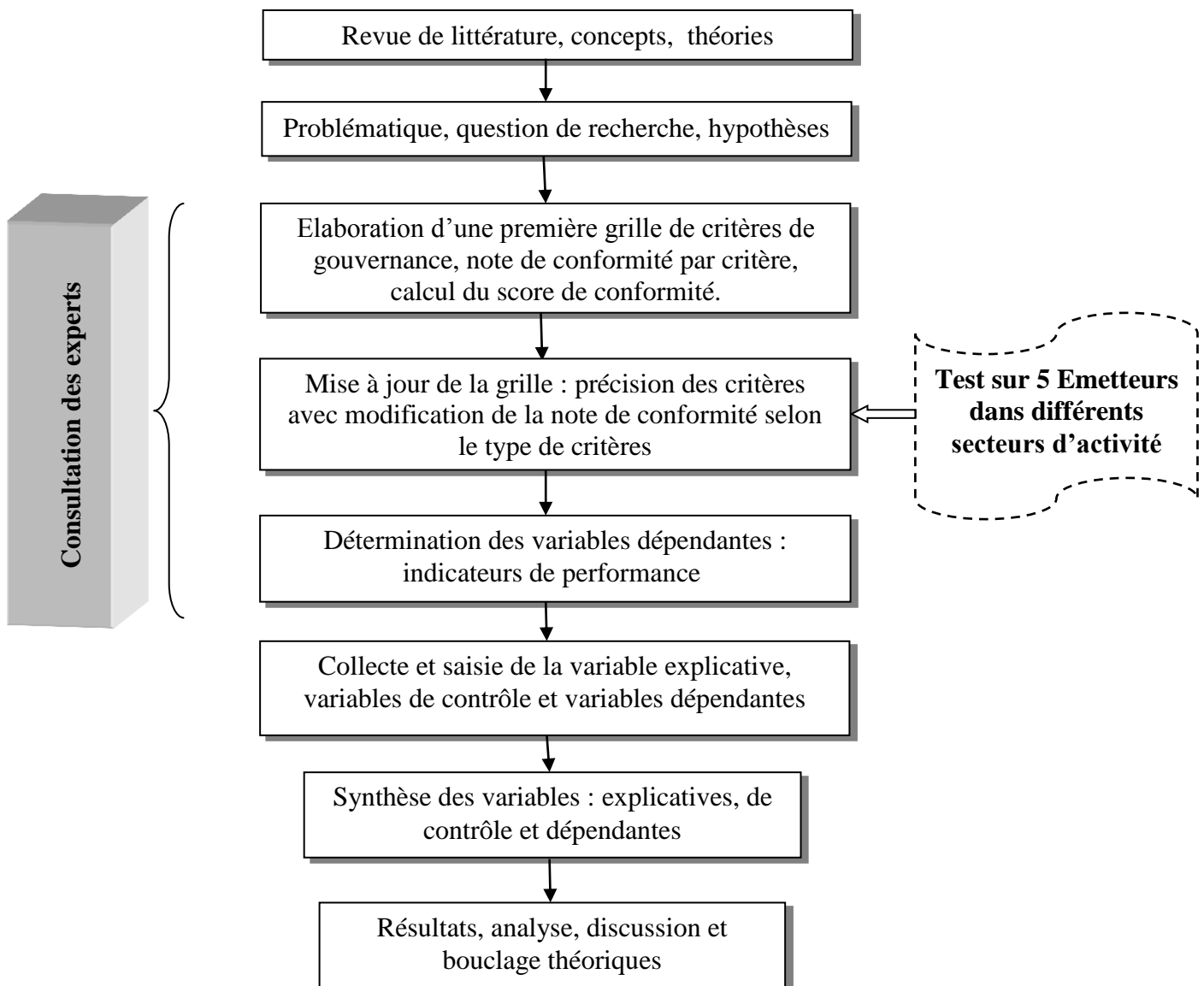


Figure V.2 1 : Approche méthodologique

CHAPITRE VI : RESULTATS DE L'ETUDE EMPIRIQUE

Notre question centrale de recherche porte sur l'existence d'une relation entre la qualité de la Gouvernance des Emetteurs Marocains et leur performance. Partant des recherches académiques traitant de problématiques similaires, des textes de lois et des Codes de Gouvernance Marocains, nous avons élaboré une grille composée de 31 critères de Gouvernance couvrant essentiellement les pratiques des Conseils d'Administration et les droits des actionnaires. L'accès au terrain s'est fait à travers l'exploitation des notes d'information et des rapports de gestion de 46 Emetteurs Marocains entre fin 2012 et fin 2014¹⁹⁵. Ainsi, à partir des pratiques de gouvernance déclarées dans les notes d'information et rapports de gestion annuels des Emetteurs, une note de conformité (0 / 1 / 2) est attribuée à chaque critère de la grille selon si les pratiques déclarées sont acceptables au sens des critères de la grille. La sommation de ces notes par Emetteur permet de déduire son Scoring-Gov. Les critères adoptés pour le suivi de la performance financière sur 5 ans sont : CA, REX, EBE, RNPG, Marge sur EBE, Marge nette, ROE/ROCE et cours boursier.

Dans un premier temps, nous allons décrire les caractéristiques de notre panel selon les variables de contrôle suivantes : (i) secteur d'activité, (ii) taille de l'Emetteur qui est traduite par son chiffre d'affaires et (iii) la structure de propriété. Nous allons ensuite présenter les constats par rapport à chaque critère de la grille sous forme d'un taux de conformité. Quand c'est applicable, ces taux sont rapprochés avec les résultats de l'enquête effectuée en 2013 par l'IMA sur les pratiques de gouvernance des sociétés cotées (42 sociétés).

Quant au test de notre modèle de recherche, nous allons commencer par vérifier l'effet des variables de contrôle sur la qualité de la gouvernance des Emetteurs mesurée par le Scoring-Gov. Ensuite, nous allons comparer le Scoring-Gov de chaque Emetteur aux évolutions linéaires entre 2009 et 2013 des indicateurs de performance comptable et boursière. Au fil de ces analyses, nous allons tester l'effet des variables de contrôle sur la relation entre la Corporate Gouvernance et la performance.

Enfin la validation des instruments de mesure et l'analyse des résultats par des experts permet d'enrichir notre travail de recherche, de lui donner plus de crédibilité et de proposer des dimensions d'études complémentaires qui pourraient alimenter des sujets de recherche futurs.

¹⁹⁵ A l'exception de 3 Emetteurs dont les notes d'information datent de 2011.

Section I : Données Statistiques

1. Caractéristiques de l'échantillon

Notre analyse empirique est menée sur l'exhaustivité des Emetteurs Marocains ayant eu recours au marché de la dette privée à travers les différentes opérations financières visées par l'AMMC (opération d'appel public à l'épargne, offres publiques visant les titres des sociétés cotées sur le marché boursier ...) durant la période 2012-2014. L'étude a ainsi couvert 46 Emetteurs dont la répartition par secteur d'activité se présente comme suit :

Tableau VI.1 1 : Répartition sectorielle de l'échantillon

	Nombre de sociétés	Représentativité des secteurs
Banques / Sociétés de financement	10	22%
Assurance	1	2%
Agroalimentaire	5	11%
Mine/Pétrole/Gaz	5	11%
Immobilier	5	11%
Telecom	2	4%
Loisir et Hôtellerie	1	2%
Holding	2	4%
Distribution	2	4%
Construction	3	7%
Industrie (ciment+sidérurgie)	8	17%
Services	2	4%
Total	46	100%

Le secteur le plus représenté est celui des Banques et Sociétés de Financement suivi par le secteur de l'Industrie et à parts égales par les secteurs : Agroalimentaire, Mine, Pétrole, Gaz et Immobilier.

70% de l'échantillon procèdent à des opérations d'appel public à l'épargne qui consistent en des augmentations de capital, des émissions obligataires ou de billets de trésoreries (titres de créance négociés). Les Emetteurs ayant procédé à des programmes de rachat d'actions en vue de régulariser le marché représentent 13% de l'échantillon au même niveau que les offres publiques visant les titres des sociétés cotées sur le marché boursier (offres d'achat, OPA, d'échange, OPE et de retrait, OPR).

La période d'observation a connu également deux opérations d'introduction en bourse (IPO).

Tableau VI.1 2 : Répartition de l'échantillon selon les types d'opération

Types d'opération	Nbr d'Emetteurs	%
Augmentation de capital	9	20%
Emission obligataire	12	26%
Programme de rachat	6	13%
OPA	2	4%
OPV	1	2%
Emission de TCN	11	24%
IPO	2	4%
OPR	3	7%
Total	46	100%

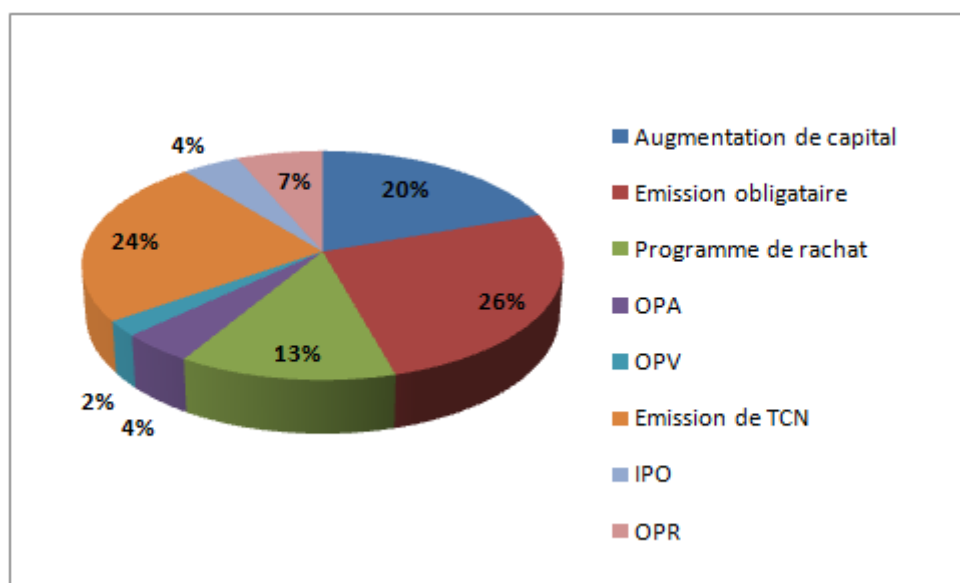


Figure VI.1 1 : Répartition de l'échantillon selon les types d'opération

Le chiffre d'affaires moyen de l'échantillon est de 5 500 MDH : 22 % des Emetteurs ont un chiffre d'affaires supérieur à la moyenne et 80 % ont un chiffre d'affaires en dessous de la moyenne.

Tableau VI.1 3 : Répartition de l'échantillon selon le chiffre d'affaires

	Nombre de sociétés	Représentativité
CA > 5 500 MDH	10	22%
2 000 MDH <CA< 5 500 MDH	15	33%
CA < 2 000 MDH	21	46%
Total	46	100%

Les caractéristiques de la structure de propriété de l'échantillon se présentent comme suit :

- 83% des sociétés ont un actionnaire majoritaire détenant plus de 50 % du capital.
- 15 % des sociétés ont un actionnaire de contrôle qui détient la majorité des droits de vote.

Tableau VI.1 4 : Répartition de l'échantillon selon la structure de propriété (1)

	Nombre de sociétés	Représentativité
Actionnaire majoritaire > 50 %	38	83%
Actionnaire de contrôle détenant la majorité des droits de vote	7	15%
Actionnaire de référence (en co control)	1	2%
Total	46	100%

Par conséquent, la quasi-totalité de l'échantillon a un actionnaire de contrôle et ou majoritaire qui serait également impliqué dans la gestion de la société. La seule exception concerne le groupe Cosumar qui a un actionnaire de référence (Wilmar) agissant en co-control avec un pool d'institutionnels qui sont impliqués dans l'ensemble des organes de gouvernance. C'est un modèle de gouvernance intéressant où le pouvoir est partagé entre l'actionnaire de référence et les institutionnels.

Tableau VI.1 5 : Répartition de l'échantillon selon la structure de propriété (2)

	Nombre de sociétés	Représentativité
Actionnaire "étranger" > 50 %	11	24%
Actionnaire "étranger" de contrôle détenant la majorité des droits de vote	3	7%
Actionnaire "étranger" ne détenant pas le contrôle	11	24%
absence d'actionnaire "étranger"	21	46%
Total	46	100%

31 % des sociétés ont un actionnaire étranger qui est souvent majoritaire ou détenant la majorité des droits de vote. 24 % des sociétés ont un actionnaire étranger qui ne détient pas le contrôle. Pour les 46% restants, le capital est composé exclusivement d'actionnaires Marocains.

Tableau VI.1 6 : Répartition de l'échantillon selon la structure de propriété (3)

	Nombre de sociétés	Représentativité
Présence des institutionnels	28	61%
Flottant en bourse	33	72%

Les actionnaires institutionnels sont présents dans 61 % des sociétés de l'échantillon tandis que 72% sont cotées à la Bourse de Casablanca et représentent une capitalisation totale de 354 MMDH soit 79 % de la capitalisation boursière de Casablanca qui s'élève à 450 MMDH à fin 2013.

Tableau VI.1 7 : Répartition sectorielle par poids de la capitalisation

	Capitalisation (Mdh)
Banques / Sociétés de financement	156 639
Assurance	3 906
Agro alimentaire	32 570
Mine/Pétrole/Gaz	21 059
Immobilier	38 443
Telecom	85 272
Loisir et Hôtellerie	1 711
Holding	0
Distribution	4 033
Construction	7 216
Industrie (ciment+sidérurgie)	3 263
Services	0
Total	354 112

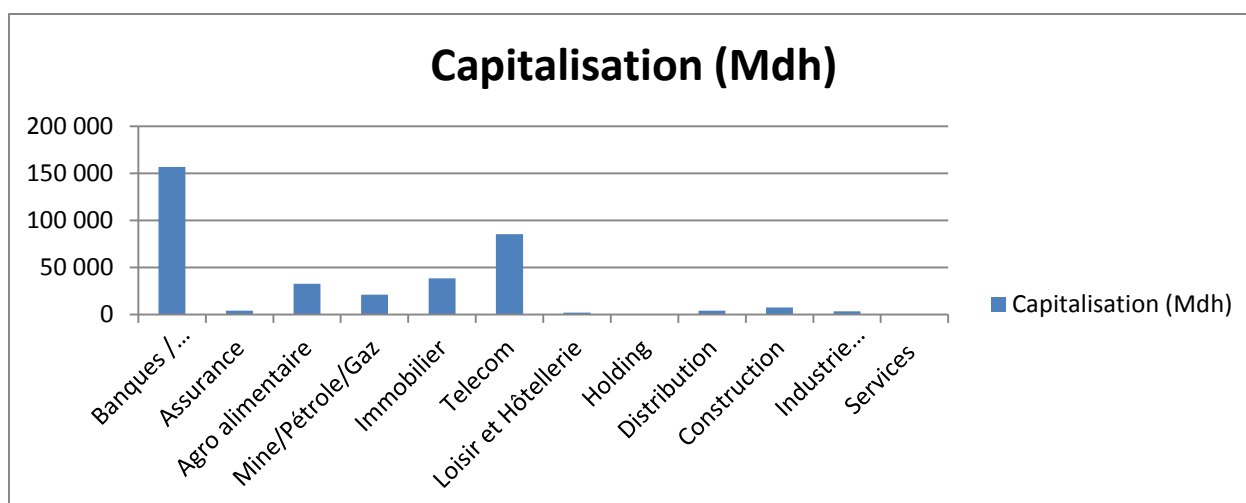


Figure VI.1 2 : Répartition sectorielle par poids de la capitalisation de l'échantillon

Le secteur des banques représente 43% de la capitalisation totale de notre échantillon. L'une d'elles concentre 40% de la capitalisation totale du secteur. L'échantillon contient toutes les banques à vocation universelle à l'exception du Crédit Agricole du Maroc (CAM). Il s'agit notamment :

- Des banques Panafricaines : AWB, BCP et BMCE ;
- Des banques à capital majoritairement Français : CDM, BMCI, SGMB ;

- Des banques Marocaines : CIH.

La capitalisation moyenne est de 6 000 MDH : 33 % des Emetteurs ont une capitalisation supérieure à la moyenne et 67 % une capitalisation en dessous de la moyenne.

Tableau VI.1 8 : Répartition de l'échantillon selon la capitalisation boursière

	Nombre de sociétés	Représentativité
Capitalisation > 6 000MDH	11	33%
Capitalisation < 6 000MDH	22	67%
Total	33	100%

2. Rating gouvernance du panel

Partant du constat qu'il n'existe pas de modèle académique unique de Corporate Gouvernance, nous nous sommes inspirés des indices et mesures développés par la doctrine étrangère pour définir un indice de mesure de la qualité de gouvernance. Cet indice se compose d'une grille de 31 critères de gouvernance regroupés en 8 catégories : Structure de Gouvernance, Conseil d'Administration, Administrateur Indépendant, Comité d'Audit, Comité des Rémunérations et Nominations, Outils de Gouvernance, Droits des Actionnaires, Transparence et Diffusion de l'Information. Les 31 critères ainsi sélectionnés et définis découlent d'un triple référentiel composé des lois et des circulaires, des codes et des rapports d'enquête.

Ainsi, à partir des pratiques de gouvernance déclarées dans les notes d'information et rapports de gestion annuels des Emetteurs, une note de conformité (0, 1, 2)¹⁹⁶ est attribuée à chaque critère de la grille selon si les pratiques déclarées sont acceptables. La sommation de ces notes par Emetteur permet de déduire son Scoring-Gov.

En principe, le Scoring-Gov est compris entre 0 et 47 mais pour notre échantillon, il est compris entre 45 et 10 avec une moyenne de 28.

¹⁹⁶ La note 3 n'est pas utilisée car la grille d'évaluation retenue ne comporte pas les bonnes pratiques issues de l'enquête de l'IMA.

Avant d'analyser les résultats de l'évaluation de la qualité de gouvernance des Emetteurs, nous présentons dans un premier temps, les constats par rapport à chaque critère de la grille sous forme d'un taux de conformité. Quand c'est applicable, ces taux sont ensuite rapprochés avec les résultats de l'enquête effectuée en 2013 par l'IMA sur les pratiques de gouvernance des sociétés cotées (42 sociétés).

- **Structure de gouvernance**

Critère	Taux de conformité	Tendances de l'enquête IMA 2013
Choix entre le cumul ou dissociation des fonctions DG et PDG	100 %	NA
Structure duale ou dissociation des fonctions	83%	10 % duale 65 % des monistes séparent les fonctions

La loi exige de choisir entre le cumul ou la dissociation des fonctions de Directeur Général et Président du Conseil d'Administration ce qui explique que la conformité est de 100%.

En revanche la vision du Code Marocain est différente dans la mesure où il recommande d'opter pour la structure duale ou dissocier les fonctions de Président et Directeur Général.

24 % des Emetteurs de l'échantillon ont une structure duale (SA à Conseil de Surveillance et Directoire). Ceux qui ont une structure moniste (SA à Conseil d'Administration) séparent entre les deux fonctions de Président du Conseil d'Administration et de Directeur Général à travers la nomination de : DGD, DG ou ADGD à l'exception de 7 Emetteurs qui ont opté pour le cumul des fonctions de Président du Conseil d'Administration et de Directeur Général. Il s'agit de : Managem, OCP, Maghreb Oxygène, Addoha, Alliance, Fertima et Mediacor. Pour ce critère, le taux de conformité s'établit à 83 %.

Cependant, la nomination et la révocation d'un DGD se font sur proposition du Directeur Général ou du Président Directeur Général lorsque la Direction Générale de la société est assumée par le Président du Conseil d'Administration. Ceci implique que la mise en place d'un DGD ne constitue pas un véritable contre pouvoir pour le Président du Conseil d'Administration.

Par ailleurs, le rapprochement avec les résultats de l'enquête effectuée par l'IMA fait ressortir que la majorité des sociétés cotées répondantes, optent pour la structure moniste : 90 % sont des SA à Conseil d'Administration vs 10 % uniquement de SA à Conseil de Surveillance et Directoire. Dans les SA à Conseil d'Administration, la majorité des sociétés cotées (65% en 2012) ne séparent pas les fonctions exécutives des fonctions de contrôle¹⁹⁷.

L'enquête souligne que la séparation des fonctions de Président et de Directeur Général dépend des spécificités de la société. Par exemple pour préparer la succession, les entreprises familiales optent pour la dissociation afin de garder la Présidence du Conseil tout en confiant la direction à un manager expérimenté. Ce cas est aussi constaté lorsque l'actionnaire majoritaire n'a pas l'expérience du métier mais souhaite rester impliqué en tant que Président du Conseil. Cet écart de tendance relevé entre nos résultats et ceux de l'enquête de l'IMA s'expliquerait principalement par la différence entre les 2 échantillons considérés : 14 sociétés uniquement font à la fois partie du panel de notre étude empirique et de celui de l'enquête. Le décalage temporel pourrait expliquer l'évolution des pratiques entre la période de l'enquête (2012) et celle de notre étude (2012-2014).

Signalons que la société Holcim est passée d'une structure duale à une structure moniste avec cumul des fonctions de DG et PCA. Cependant, dans notre enquête, nous avons considéré la note d'information qui tient compte de la structure duale.

- **Conseil d'Administration ou organe de gouvernance**

Critère	Taux de conformité	Tendances de l'enquête IMA 2013
Rôle et missions	89%	75%
Relation aux dirigeants	72%	65%
Fonctionnement (Minimum une réunion / an)	78%	100%
Composition		
- Nomination des administrateurs (statut ou AG)	98%	
- Taille du CA/CS (3 à 15)	98%	100%
- Définition de la durée max des mandats (6 ou 3 ans)	93%	
- Déclaration des mandats	52%	27%
- Mixité	63%	50%

¹⁹⁷ IMA et l'IFC, 2013, « Enquête sur les pratiques de gouvernance des sociétés cotées », p. 9.

Malgré le fait que les 3 premiers critères représentent des exigences légales, les Emetteurs de notre échantillon ne communiquent pas systématiquement sur ces critères ce qui expliquerait un taux de conformité inférieur à 100%.

En effet, plusieurs sociétés de l'échantillon, ne communiquent pas sur la responsabilité de l'organe de gouvernance et son fonctionnement. A l'exception de la Samir, ces sociétés se caractérisent par un faible chiffre d'affaires.

En ce qui concerne les critères relatifs à la composition de l'organe de gouvernance en termes de nomination des administrateurs, de taille et de limitation de la durée des mandats à 6 ans quand la nomination se fait par l'Assemblée Générale et à 3 ans si la nomination se fait dans les statuts, ils sont globalement bien respectés à l'exception de la société Meditel qui communique très peu sur ses pratiques de gouvernance.

La limitation de la durée des mandats des administrateurs se justifie par la volonté que les actionnaires puissent se prononcer plus fréquemment sur leur nomination et leur renouvellement, ce qui ne réduit pas nécessairement la durée de présence effective d'un administrateur au conseil.

En revanche, les deux derniers critères concernant la déclaration des mandats et la mixité qui découlent du code, ne sont pas systématiquement respectés par les Emetteurs observés.

Les sociétés qui respectent ce critère, déclarent uniquement les autres mandats du Président de l'Organe de Gouvernance et non de la totalité des membres de l'Organe de Gouvernance. Seule la société JLEC déclare les autres mandats de l'ensemble de ses administrateurs qui sont salariés du groupe TAQA Morocco.

Etant donné que la législation et le Code Marocains sont silencieux sur le plafond de mandat à ne pas dépasser, notre échantillon d'Emetteurs, qui déclarent les mandats de leur président, ne se donnent non plus aucune limite. Or, la limitation du nombre de mandat se justifie par le fait que les administrateurs devraient consacrer le temps nécessaire à l'exercice de leur mandat.

Par ailleurs, les sociétés à actionnariat étranger respectent mieux le principe de la mixité à travers la nomination d'un administrateur international.

Enfin, selon le rapport de l'enquête, la majorité des sociétés cotées, objet de l'étude, estiment que la responsabilité de leur conseil respecte les exigences légales et qu'il est impliqué dans la nomination et la rémunération des dirigeants. Les sociétés cotées tiennent 3 à 4 réunions de Conseil d'Administration par an et mandatent 5 à 10 administrateurs.

La majorité des sociétés répondantes, déclarent ne pas vérifier les autres mandats exercés par les administrateurs. 50% des sociétés répondantes, déclarent la présence d'au moins une femme dans leur Conseil d'Administration. Selon cette étude, le facteur discriminant n'est pas le chiffre d'affaires ou le secteur d'activité mais le type d'actionnariat car il apparaît que les femmes soient davantage représentées dans les entreprises à actionnariat particulier, incluant des femmes actionnaires qu'au sein des entreprises dominées par un actionnariat institutionnel ou un actionnariat avec particulier sans femme¹⁹⁸.

• Les administrateurs indépendants

Critère	Taux de conformité	Tendances de l'enquête IMA 2013
Proportion des administrateurs externes supérieurs à (2/3)	87%	85%
L'organe d'administration doit comporter un nombre approprié d'administrateurs externes (indépendants)	89%	NA

4 Emetteurs de l'échantillon ne respectent pas l'exigence légale relative à la proportion des administrateurs externes. Il s'agit notamment de :

- Alliance : son organe de gouvernance se compose de 5 administrateurs salariés et 5 externes dont 2 sont membres de la famille actionnaire et 3 administrateurs représentant des actionnaires institutionnels. L'un de ces 3 administrateurs est qualifié par la société d'indépendant.
- Fertima : son organe de gouvernance se compose de 3 administrateurs salariés et 1 administrateur externe.
- Valyans : son organe de gouvernance se compose de 2 administrateurs salariés et 3 administrateurs externes. L'actionnaire principal et son épouse occupent 4 sièges à la fois en tant qu'intuitu personae et en tant que représentant de sociétés.

¹⁹⁸ IMA et l'IFC, 2013, « Enquête sur les pratiques de gouvernance des sociétés cotées », p. 11-16.

- Mediaco : son organe de gouvernance se compose de 2 administrateurs salariés et 1 administrateur représentant la société mère.

Concernant le deuxième critère relatif à la présence d'un nombre approprié d'administrateurs externes indépendants selon les critères définis par BAM¹⁹⁹, les Emetteurs observés ne communiquent pas sur l'indépendance des administrateurs. Par conséquent, nous considérons que ce critère est respecté dès lors que la société respecte la proportion des administrateurs externes.

La société Maghreb Steel n'a pas eu la note de conformité car l'ensemble de ses administrateurs sont des membres de la famille Sekkat à l'exception d'un seul administrateur. Soulignons qu'au niveau de l'échantillon, les sociétés Addoha et Alliances sont les pionnières dans la communication sur la présence des administrateurs indépendants dans leur organe de gouvernance. Pour les autres Emetteurs, ce n'est pas explicite car il faudrait le déduire de la liste des membres. Or, même quand des administrateurs indépendants intègrent le Conseil d'Administration, il est impossible de s'assurer du respect des critères d'indépendance.

Par ailleurs, malgré l'entrée du groupe France Telecom (via Atlas Services Belgium) dans le capital de Meditel depuis 2010, nous constatons que cette dernière ne communique pas sur ses pratiques de gouvernance.

Enfin, l'enquête de l'IMA a recensé l'indépendance des administrateurs selon le terme utilisé par le code : administrateur non exécutif et externe en indiquant entre parenthèses « indépendant » : sans tenir compte du fait qu'un administrateur non exécutif n'est pas nécessairement indépendant.

L'enquête révèle que pour les sociétés cotées l'indépendance n'arrive qu'en quatrième place sur les 7 critères proposés de sélection des administrateurs : les administrateurs sont d'abord choisis pour leurs expériences, compétences, éthique et intégrité alors que la mixité arrive en dernière position²⁰⁰.

¹⁹⁹ Critères définis supra, p. 197-198.

²⁰⁰ IMA en partenariat avec l'IFC, 2013, « Enquête sur les pratiques de gouvernance des sociétés cotées », p. 18.

- **Comité d'Audit**

Critère	Taux de conformité	Tendances de l'enquête IMA 2013
Définition du rôle et mission	46%	90%
Fonctionnement (min 2 fois / an)	41%	90%
Composition (majorité externe / indépendant)	43%	55%

Les Emetteurs observés ne communiquent pas systématiquement sur la mise en place d'un Comité d'Audit. Ceux qui le font, communiquent sur les 3 critères de la grille à savoir : (i) la définition du rôle et de la mission, (ii) la fréquence et (iii) la composition du comité par une majorité d'externe.

Certains Emetteurs dotés d'un Comité d'Audit ne respectent pas les critères y afférents. Il s'agit notamment de :

- Mutandis et Zalagh Holding déclarent que leur comité ne se réunit qu'une fois par an alors que le Code Marocain recommande une fréquence de 2 fois par an ;
- Le Comité d'Audit de Label de vie est composé de 4 exécutifs dont l'administrateur directeur général et d'un administrateur externe ;
- La société Meditel déclare la mise en place d'un Comité d'Audit ainsi que d'autres comités exigés par son pacte d'actionnaire mais elle ne donne aucune information sur ce comité.

A l'exception de BMCI qui ne communique pas sur l'existence du Comité d'Audit, toutes les banques sont dotées d'un Comité d'Audit conformément aux critères de la grille.

Enfin, l'enquête de l'IMA a démontré que les missions du comité recommandées par le code et exigées par la circulaire BAM et le projet de loi sur la SA²⁰¹ sont relativement bien suivies par les sociétés répondantes à l'exception de la procédure de sélection, nomination, renouvellement et rémunération des auditeurs externes qui n'est assumée que par 62% des comités. Les sociétés étudiées déclarent que leurs Comités d'Audit sont composés de 55% de membres externes.

²⁰¹ L'extrait du projet de loi relatif au Comité d'Audit est détaillé dans la page 191.

L'enquête fait ressortir que les banques tiennent au minimum 2 réunions annuelles conformément à la circulaire BAM : 46 % tiennent de 3 à 4 réunions par an.

L'ensemble des sociétés d'assurances tiennent entre 3 à 4 réunions annuelles. Les autres secteurs (63%) tiennent en majorité de 3 à 4 réunions annuelles²⁰².

- **Comité des Rémunérations et des Nominations**

Critère	<u>Taux de conformité</u>	<u>Tendances de l'enquête IMA 2013</u>
Définition du rôle et mission	35%	55%
Fonctionnement (min 1fois / an)	28%	
Composition (majorité externes / indépendants)	33%	83%

16 sociétés uniquement déclarent avoir mis en place un Comité des Rémunérations et Nominations. Toutes les banques déclarent avoir mis en place ce comité conformément aux critères de la grille à l'exception de BMCI qui ne communique pas sur l'existence de ce comité. CDM et BCP ne déclarent pas la fréquence de réunion du comité.

La société Meditel déclare la mise en place d'un Comité des Rémunérations et Nominations ainsi que d'autres comités exigés par son pacte d'actionnaire mais elle ne donne aucune information sur ce comité.

Enfin, bien qu'elle soit une recommandation légale, seulement 50 % des sociétés répondantes à l'enquête de l'IMA déclarent respecter l'exigence légale en matière de définition de la mission de ce comité. 83 % des comités comportent des administrateurs externes.

- **Outils consacrés à la gouvernance**

Critère	<u>Taux de conformité</u>	<u>Tendances de l'enquête IMA 2013</u>
Règlement intérieur	11%	
Charte de l'administrateur	9%	50%
Reporting	87%	
Evaluation des travaux du conseil	4%	60%

²⁰² IMA et l'IFC, 2013, « Enquête sur les pratiques de gouvernance des sociétés cotés », p. 20-21.

Les banques Attijarri, CIH, BMCE et le groupe OCP déclarent la mise en place d'un règlement intérieur et d'une charte de l'administrateur. Zalagh holding déclare la mise en place d'un règlement de l'organe de gouvernance.

6 Emetteurs : Salafin, Atlanta, Samir, Meditel, Stock Vis et SNEP, ne consacrent pas de chapitre à la gouvernance ni dans leur rapport annuel ni dans leur note d'information ce qui explique en partie leur faible rating qui ne dépassent guère 15 points.

A l'exception de Meditel qui a procédé à une Emission d'un emprunt obligataire, le point commun entre les cinq autres Emetteurs est que l'opération financière consiste en un rachat d'action en vue de régulariser le marché. Ce type d'opération pourrait le cas échéant, être éligible à la soumission d'une note d'information succincte à l'avis de l'AMMC.

Quant à l'évaluation des travaux du conseil, elle est déclarée par 2 Emetteurs uniquement à savoir le groupe BMCE et le groupe OCP qui sont d'ailleurs les seuls Emetteurs qui respectent la totalité des critères contenus dans cette catégorie.

Enfin, selon l'enquête de l'IMA, 50% des sociétés répondantes déclarent la mise en place d'une charte de l'administrateur. 60% déclarent que leur conseil passe en revue chaque année sa composition, son fonctionnement et l'exercice de ses missions et de ses comités.

- **Droits des actionnaires**

Critère	Taux de conformité	Tendances de l'enquête IMA 2013
Participer aux Assemblées Générales sans fixer le nombre minimum d'actions.	65%	54%
Traitement équitable des actionnaires : une action, une voix.	65%	98%

Pour les sociétés : Addoha, Alliances, Dar Saada, Holcim et Colorado, le droit de participer aux Assemblées Générales est réservé aux actionnaires qui détiennent au moins 10 actions. Par conséquent, ces sociétés ne respecteraient pas le principe de traitement équitable des actionnaires même si elle déclarent que le droit de vote est équivalent au taux de détention de

capital du fait que cela s'applique uniquement aux actionnaires qui détiennent au moins 10 actions.

Quant aux conditions d'admission des actionnaires aux Assemblées Générales, elles ne sont pas déclarées par les sociétés suivantes : Salafin, Wafasalaf, Atlanta, Samir, IAM, Stock vis, Snep, Nexans, Jlec, Fertima et Maghren Steel. Ces mêmes Emetteurs ne déclarent pas les conditions d'exercice du droit de vote à l'exception d'IAM et Fertima qui déclarent que les droits de vote sont équivalents au taux de détention du capital.

En revanche, toutes les banques déclarent respecter ces deux critères.

Enfin, selon l'enquête de l'IMA, une majorité des sociétés répondantes n'observent pas la recommandation du Code Marocain qui est de prévoir le droit de participer aux Assemblées Générales sans fixer le nombre minimum d'actions.

Par ailleurs, le Code Marocain énumère une série de droits des actionnaires minoritaires et l'entreprise est chargée de faciliter leur exercice. L'enquête démontre que la majorité des entreprises répondantes respectent ces droits. En particulier le principe «une action, une voix» est observé à 98%.

- **Transparence et diffusion de l'information**

Critère	Taux de conformité	Tendances de l'enquête IMA 2013
Diffusion de l'information aux actionnaires.	100%	100%
Communication avec le marché : désignation d'un responsable de la communication financière.	100%	98%
Informations sur les transactions entre parties liées	83%	83%
Respect du droit des parties prenantes.	26%	80%
Communication de la politique de rémunération des principaux dirigeants.	0%	40%
Information sur le package de rémunération des principaux dirigeants.	80%	
Information sur la rémunération des membres de CA et la politique de jetons de présence.	83%	70%

L'ensemble des Emetteurs de l'échantillon maîtrise la diffusion de l'information financière aux actionnaires et désignent un responsable de la communication financière. Cette fonction est souvent attribuée au DF ou DGA du pole support. Seuls, AWB, BMCI, CIH et l'OCP déclarent l'existence d'un responsable de la communication institutionnelle.

83% de l'échantillon informent sur les transactions entre les parties liées. Ces informations sont souvent détaillées dans le chapitre activité et relations avec les filiales et la maison mère plutôt que dans la partie consacrée à la gouvernance.

26% uniquement d'Emetteurs déclarent la mise en place d'un minimum de pratiques liées au respect des parties prenantes (implication des salariés, charte RSE...). Les 12 Emetteurs sont : AWB, BCP, BMCE, CIH, Cosumar, Centrale laitière, Lesieur, OCP, Managem, Dar Saada et IAM.

La politique de rémunération des principaux dirigeants n'est pas communiquée par les Emetteurs alors que l'information relative au package de rémunération des principaux dirigeants est déclarée par 80 % des Emetteurs et celle relative à la rémunération des membres de l'organe de gouvernance suit la même tendance.

Les 9 Emetteurs qui ne donnent pas d'information sur le package de rémunération des principaux dirigeants sont : CDM, BCP, Salafin, Atlanta, SAMIR, IAM, Meditel, Stock vis et SNEP. Ces mêmes Emetteurs à l'exception de CDM et BCP ne communiquent pas non plus sur la rémunération des membres de l'organe de gouvernance. RISMA ne communique pas sur ce dernier critère.

L'obligation de transparence vis-à-vis des actionnaires, comme prévu par le Code Marocain et les bonnes pratiques internationales, porte sur toutes les données significatives de l'entreprise, telles qu'identifiées par le Code Marocain.

Enfin, les sociétés répondantes à l'enquête de l'IMA semblent maîtriser la diffusion de l'information sur la situation financière, les résultats et les conventions réglementées. Ceci peut être attribué au fait que ces domaines, sont réglementés. Ces résultats sont cohérents avec ceux de notre étude.

L'enquête de l'IMA fait ressortir que des progrès restent à faire sur la diffusion de l'information relative à :

- La politique de rémunération des dirigeants jugée peu ou pas du tout satisfaisante par près de 57 % ;
- Dispositif de contrôle interne et de gestion des risques (jugé peu ou pas du tout satisfaisant par près de 24%) ;
- La rémunération des administrateurs (jugée peu ou pas du tout satisfaisante par 27%) ;
- La structure de l'actionnariat, le contrôle du capital, les pactes d'actionnaires (jugé peu ou pas du tout satisfaisant par 19%).

Dans le cas des sociétés faisant appel public à l'épargne²⁰³, le marché a besoin d'informations afin de prendre des décisions d'investissement en connaissance de cause et de détecter les actes répréhensibles. Il reste cependant à évaluer la qualité de l'information transmise.

98% de l'échantillon de l'enquête de l'IMA déclarent avoir désigné un responsable de la communication financière.

80% des sociétés répondantes à l'enquête de l'IMA déclarent que les parties prenantes accèdent à une information significative et disposent de pratiques permettant une meilleure implication et engagement des salariés.

Cependant, uniquement 68% déclarent mettre en œuvre des pratiques au-delà des obligations réglementaires, et une minorité de sociétés (32%) adoptent la charte de responsabilité sociale recommandée par le CGEM.

3. Synthèse du rating gouvernance

Le tableau ci-après donne une synthèse du pourcentage des Emetteurs déclarant des pratiques de gouvernance jugées minimalement²⁰⁴ acceptables au sens de la grille.

Nous présentons la liste des critères par catégorie dans l'ordre décroissant du taux de conformité relatif à la proportion d'Emetteurs déclarant des pratiques acceptables.

²⁰³ La cotation d'une entreprise en bourse est un appel public à l'épargne. En effet en achetant des titres d'une entreprise cotée, vous apportez votre épargne à celle ci pour son financement. L'appel public à l'épargne peut aussi se concrétiser par l'émission d'obligations. Les sociétés cotées font donc systématiquement appel public à l'épargne, mais les sociétés faisant appel public à l'épargne ne sont pas systématiquement cotées (obligations).

²⁰⁴ Minimalement acceptables (minimum governance standard) implique que si l'Emetteur déclare la mise en place du critère au sens minimum (début ou partiellement mis en place) la note de conformité est attribuée.

Tableau VI.1 9 : Synthèse du taux de conformité des Emetteurs aux critères de la grille

Critère	Taux de conformité
1/ Structure de gouvernance	
Choix entre le cumul ou dissociation des fonctions DG et PDG	100 %
Structure duale ou dissociation des fonctions	83%
2/ Conseil d'Administration	
Rôle et missions	89%
Fonctionnement (Minimum une réunion / an)	78%
Relation aux dirigeants	72%
Composition	
- Nomination des administrateurs (statut ou AG)	98%
- Taille du CA/CS (3 à 15)	98%
- Définition de la durée max des mandats (6 ou 3 ans)	93%
- Mixité	63%
- Déclaration des mandats	52%
3/ Les administrateurs indépendants	
L'organe d'administration doit comporter un nombre approprié d'administrateurs externes (indépendant)	89%
Proportion des administrateurs externes supérieurs à 50%	87%
4/ Comité d'Audit	
Définition du rôle et mission	48%
Composition (majorité externe / indépendant)	43%
Fonctionnement (min 2 fois / an)	41%
5/ Comité de nomination et rémunération	
Définition du rôle et mission	35%
Composition (majorité externes / indépendants)	33%
Fonctionnement (min 1fois / an)	28%
6/ Outils de gouvernance	
Reporting	87%
Règlement intérieur	11%
Charte de l'administrateur	9%
Evaluation des travaux du conseil	4%
7/ Droit des actionnaires	
Traitement équitable des actionnaires : une action, une voix.	65%
Participer aux AG sans fixer le nombre minimum d'actions	65%
8/ Transparence et diffusion de l'information	
Diffusion de l'information aux actionnaires	100%
Communication avec le marché : désignation d'un responsable de la communication financière.	100%
Information sur la rémunération des membres de CA et la	83%

politique de jetons de présence	
Informations sur les transactions entre parties liées	83%
Information sur le package de rémunération des principaux dirigeants	80%
Respect du droit des parties prenantes	26%
Communication de la politique de rémunération des principaux dirigeants	0%

Cette synthèse fait ressortir que 80% des Emetteurs de l'échantillon déclarent la mise en place d'un minimum de pratiques acceptables pour un ou plus parmi 14 critères qui comprennent notamment : la dissociation des fonctions ou l'adoption d'une structure duale (83%), la définition du rôle (89%) et de la composition de l'organe de gouvernance en termes de nomination (98%), la conformité légale de la taille (98%) et durée maximale des mandats (93%), la prédominance des administrateurs externes (87%) et la diffusion de l'information aux actionnaires ainsi que la communication avec le marché (100%).

En revanche, moins de 20% de l'échantillon ont un minimum de pratiques acceptables pour un ou plus parmi 5 critères qui comprennent notamment la mise en place des outils de gouvernance en termes de règlement intérieur (11%), de charte de l'administrateur (9%), d'évaluation des travaux du conseil (4%) ainsi que la communication de la politique de rémunération des principaux dirigeants (0%).

Il ressort que les critères qui émanent des exigences réglementaires sont mieux appliqués que ceux qui découlent des recommandations des Codes Marocains.

Le Tableau en Annexe VII donne la liste des Emetteurs de l'échantillon et leur rating classé du plus fort au plus faible. Il en ressort les données de synthèse suivantes :

- 25 Emetteurs ont un Scoring-Gov supérieur ou égal à la moyenne qui s'établit à 28 soit 54 % de l'échantillon ;
- 21 Emetteurs ont un Scoring-Gov inférieur à la moyenne soit 46% de l'échantillon ;
- 4 Emetteurs ont un Scoring-Gov égal à la moyenne.

Tableau VI.1 10 : Nombre d'observation

Critère	Nombre d'observation
Moyenne score	28
Nombre Emetteur avec score \geq moy	25
Nombre Emetteurs avec score $<$ moy	21

La distribution du Scoring-Gov se traduit par le nombre de sociétés disposant du même score. Elle est présentée dans la figure ci-après :

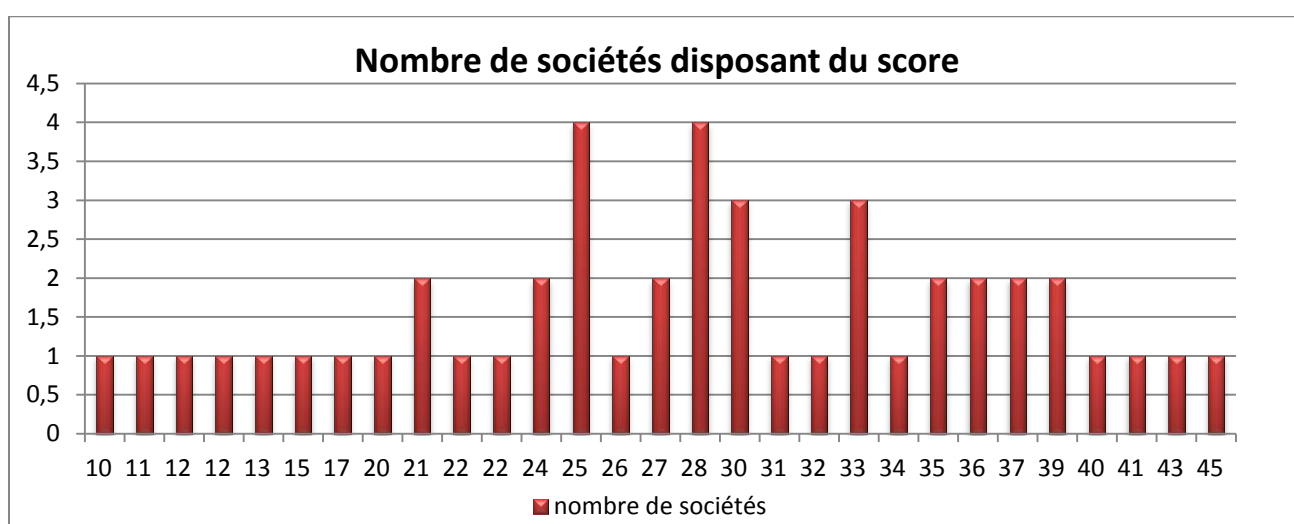


Figure VI.1 3 : Nombre de société disposant du même score

Nous constatons une concentration des Emetteurs ayant un Scoring-Gov compris entre 25 et 33 points. Ce qui traduit pour la plupart des Emetteurs observés la conformité aux exigences légales ainsi que l'adoption de certaines recommandations du Code Marocain relatives notamment au respect des droits des actionnaires et la diffusion de l'information.

Section II : Analyse et interprétation des résultats

1. Analyse des liaisons

1.1. Effet des variables de contrôle sur le Scoring-Gov

Rappelons à ce niveau notre première hypothèse de recherche H1²⁰⁵ qui considère que la qualité de la gouvernance des Emetteurs Marocains serait influencée par plusieurs facteurs exogènes et endogènes. Il s'agit notamment de :

- La taille et le secteur d'activité (H1a et H1b);
- La structure de la propriété (H1c)

En effet, une analyse statistique du Scoring-Gov permet de représenter sa distribution par secteur selon le diagramme suivant :

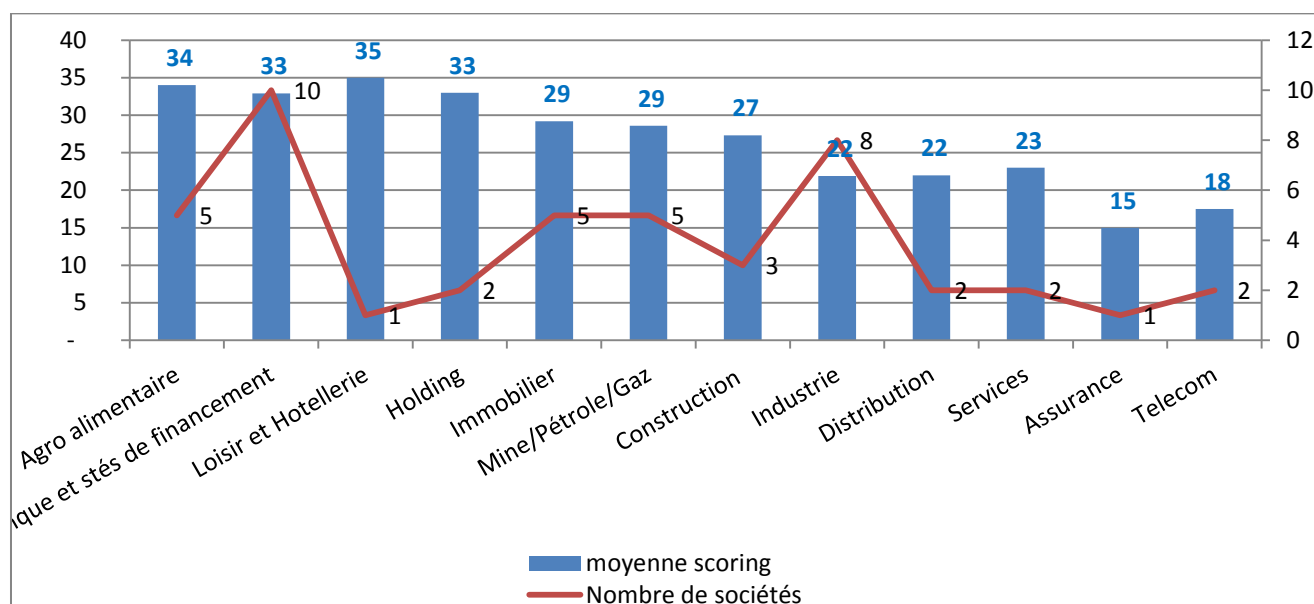


Figure VI.2 1 : Moyenne Scoring par secteur

Nous constatons que les secteurs qui ont le meilleur rating sont : Loisir et Hôtellerie, Agroalimentaire, Banques et Sociétés de Financement et les Holding. Le secteur Banque et Sociétés de Financement (hors Salafin) arrive en tête avec une moyenne de 35. Ce résultat s'explique par le fait que :

²⁰⁵ Voir supra, p. 160.

- Le secteur Banque et Sociétés de Financement est fortement réglementé. Toutes les banques de l'échantillon émettent de la dette privée. De ce fait, elles disposent de notes d'information et rapports annuels étoffés. Celles qui sont cotées organisent aussi des conférences de presse ce qui est un signe très fort de transparence.
- Trois Emetteurs du secteur Agroalimentaire sur 5 sont des anciennes filiales (Cosumar, Centrale Laitière, Lesieur) du groupe ONA qui fut le pionnier dans la mise en place des meilleures pratiques de bonne gouvernance.
- La présence d'investisseurs institutionnels dans les 2 Holding du panel. Ces investisseurs exigent la mise en place des meilleurs standards en matière de gouvernance des sociétés.

Pour les secteurs Loisir et Hôtellerie, Agroalimentaire et Holding, l'analyse pourrait être biaisée car l'échantillon contient 1 Emetteur pour le premier secteur, 3 pour le deuxième et 2 pour le dernier alors que l'échantillon du secteur bancaire contient toutes les banques à vocation universelle à l'exception du Crédit Agricole du Maroc (CAM).

Ces évidences nous permettent de corroborer notre hypothèse H1b²⁰⁶ qui implique que la qualité de la gouvernance des Emetteurs Marocains est influencée par le secteur de l'activité.

Concernant, l'effet des autres variables de contrôle liées à la taille et la structure de la propriété (H1a et H1c), nous constatons à priori que :

- Le Scoring-Gov présente un lien faible avec la taille de la société, mesurée par son chiffre d'affaires. La corrélation entre le Scoring-Gov et la taille des Emetteurs cotés s'améliore quand la taille est mesurée par la capitalisation boursière ;
- Le Scoring-Gov présente un lien meilleur avec la présence des actionnaires institutionnels ;
- Le lien est négatif avec la structure de propriété (présence d'un actionnaire majoritaire, ou étranger, flottant en bourse).

Ces différents résultats sont présentés dans le Tableau ci-après :

²⁰⁶ Voir supra, p. 161.

Tableau VI.2 1: Corrélation entre le Scoring-Gov et les variables de contrôle

Variable de contrôle	Coefficient de Corrélation
Taille (mesurée par Chiffre d'affaires)	7.5%
Taille (mesurée par capitalisation boursière)	28%
% Actionnaire majoritaire	-9%
% Actionnaire étranger	-5%
% Actionnaire institutionnel	16%
% Flottant	-14%

Le graphique « nuage de point » permet d'étudier la forme globale des points représentant le Scoring-Gov et la capitalisation boursière, voir notamment s'il existe une forme de liaison ou de régularité en traçant la droite linéaire, détecter visuellement les points qui s'écartent des autres ainsi que les observations atypiques.

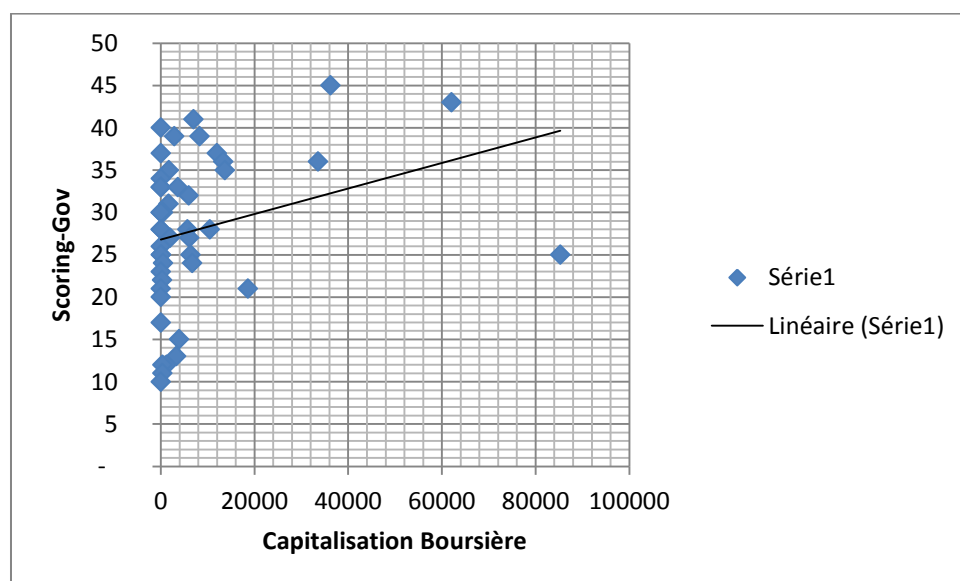


Figure VI.2 2 : Corrélation entre le Scoring-Gov et la taille mesurée par la capitalisation

Par ailleurs, dans leur étude sur la Corporate Gouvernance, résultats comptables et performance organisationnelle (2005), David F.Larker, Scott A. Richardson, Irem Tuna assument que la taille de la firme (mesurée par le log de la capitalisation boursière) et le secteur d'activité sont les deux déterminants exogènes de la Corporate Gouvernance de la firme. De son côté, le panorama des pratiques de gouvernance des sociétés cotées 2012 effectué par le cabinet Ernst and Young révèle que le rating gouvernance des Bigcaps est meilleur que les Midcaps : la part des Bigcaps ayant un rating « bon » est passée de 57% en 2011 à 66% en 2012 alors que cette part est passée de 18% à 10% au niveau des Midcaps.

En effet, pour les petites entreprises, le coût de mise en place d'une gouvernance sophistiquée peut s'avérer prohibitif. Elle est généralement nettement moins utile dans ce cas puisque les dirigeants sont le plus souvent également les actionnaires principaux ce qui évite les conflits d'intérêts et minimise les coûts d'agence.

Concernant l'effet de la structure de propriété, les travaux académiques considèrent que le fait que le dirigeant soit un actionnaire important dans l'entreprise qu'il gère a pour effet d'améliorer la qualité de la gouvernance et permet de réduire les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants dans la mesure où il risque de supporter pécuniairement la baisse de performance en cas de mauvaise gestion de sa part (Jensen et Meckling, 1976). Aussi, quand le capital est concentré, les actionnaires majoritaires sont incités à surveiller la direction, car ils supportent une part élevée de la destruction de la richesse (Demsetz et Lehn, 1985 ; Shleifer et Vishney, 1986).

Le marché de prise de contrôle lié à la part du flottant (actionnariat dispersé) est également considéré comme un mécanisme externe de gouvernance. Cependant, le flottant moyen de notre échantillon d'Emetteurs est assez faible et ne dépasse guère 13 % donc le risque de prise de contrôle est écarté et l'impact du marché des prises de contrôle sur la qualité de la gouvernance serait forcément plus faible.

Par ailleurs, le coefficient de corrélation entre le Scoring-Gov et la présence des investisseurs institutionnels s'améliore dans le cas où les institutionnels sortiraient des Emetteurs ayant un faible Scoring-Gov à savoir : Meditel, Stock vis, Salafin, Samir, Addoha, Alliance. Le coefficient de corrélation retraité passerait à 30%. Ce constat est cohérent avec les acceptions

théoriques qui soutiennent que la présence des investisseurs institutionnels au même titre que les actionnaires dominants constitue un mécanisme interne de gouvernance car leur présence permet d'améliorer la surveillance des dirigeants, réduit les coûts d'agence et augmente la valeur de l'entreprise.

Enfin, du fait de la faible taille de notre échantillon et de la forte concentration de la structure de propriété des Emetteurs observés, le résultat qui réfute l'hypothèse liée à l'existence d'un effet de la structure de la propriété sur leur qualité de gouvernance, devrait être considéré avec beaucoup de réserve.

1.2. Scoring-Gov et performance

Partant des indicateurs de performance considérés par les études empiriques qui ont analysé la relation entre la gouvernance et la performance²⁰⁷, nous avons opté pour le suivi de la performance financière des Emetteurs selon des indicateurs comptables qui se trouvent dans les états financiers en lecture directe et ne nécessitent donc pas des calculs ou des retraitements complexes. Il s'agit notamment des indicateurs consolidés suivants : le chiffre d'affaires, l'excédent brut d'exploitation, le résultat d'exploitation, le résultat net part du groupe, la marge sur EBE, la marge nette, la rentabilité des capitaux propres et la rentabilité des capitaux employés. Concernant le suivi de la performance boursière, nous avons considéré les paramètres boursiers qui intéressent les actionnaires à savoir : le PER, la capitalisation et le cours boursier.

Après avoir saisi pour chaque Emetteur, les indicateurs de performances sélectionnés (comptables et boursiers) entre 2009 et 2013, nous avons calculé la variation linéaire du chiffre d'affaires, EBE, REX, RNPG et ROCE. Pour ce dernier indicateur, rappelons que le panel des Emetteurs exclut le secteur bancaire dont le ROCE ne veut rien dire car les banques sont dans une approche de financement et non d'endettement et les actifs immobilisés de la banque ne sont pas significatifs. Quant à la marge sur EBE, la marge nette et le ROE, nous avons calculé leur moyenne sur les cinq années observées pour les comparer à ceux du secteur.

²⁰⁷ Voir supra, p. 216.

Même si l'objectif de cette recherche n'est pas d'expliquer la variabilité de ces différents paramètres par la force ou la faiblesse de la gouvernance, le Tableau VI.2.2 présente à titre indicatif le coefficient de corrélation (analyse univariée) entre le Scoring-Gov et l'évolution des indicateurs de performance choisis.

Tableau VI.2 2: Corrélation entre le Scoring-Gov et les indicateurs de performance

Variables dépendantes	<u>Coefficient de Corrélation</u>
Evolution du Chiffre d'affaires	26%
Evolution du résultat d'exploitation	37%
Evolution de l'EBE	35%
Evolution du RNPG	28%
Evolution du ROCE	28%
Moyenne Marge sur EBE	18%
Moyenne Marge nette	19%
Moyenne ROE	14%
Evolution de la CAP	37%
Evolution du cours boursier	32%

L'évolution de l'EBE et du REX présentent un lien relativement significatif avec le Scoring-Gov qui s'établit respectivement à 35 et 37% suivi par l'évolution du ROCE, du RNPG et du Chiffre d'affaires dont le coefficient de corrélation est respectivement de 28 et 26%. L'évolution de la capitalisation et du cours boursier présente un lien significatif avec le Scoring-Gov et le coefficient de corrélation est respectivement de 37 et 32%.

Le graphique « nuage de point » permet d'étudier la forme globale des points représentant le Scoring-Gov et l'évolution de l'EBE et du REX, voir notamment s'il existe une forme de liaison ou de régularité en traçant la droite linéaire, détecter visuellement les points qui s'écartent des autres ainsi que les observations atypiques.

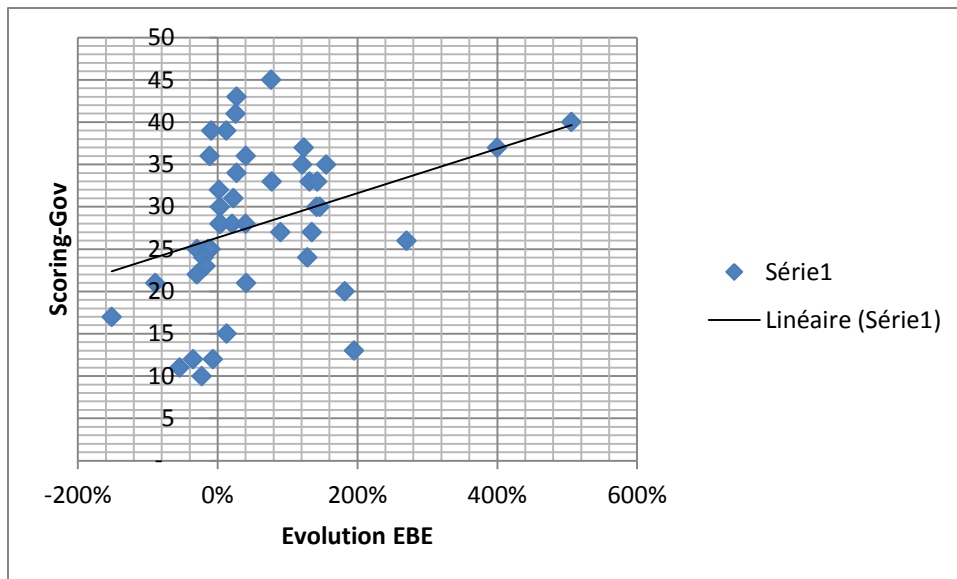


Figure VI.2 3 : Corrélation entre le Scoring-Gov et l'évolution de l'EBE

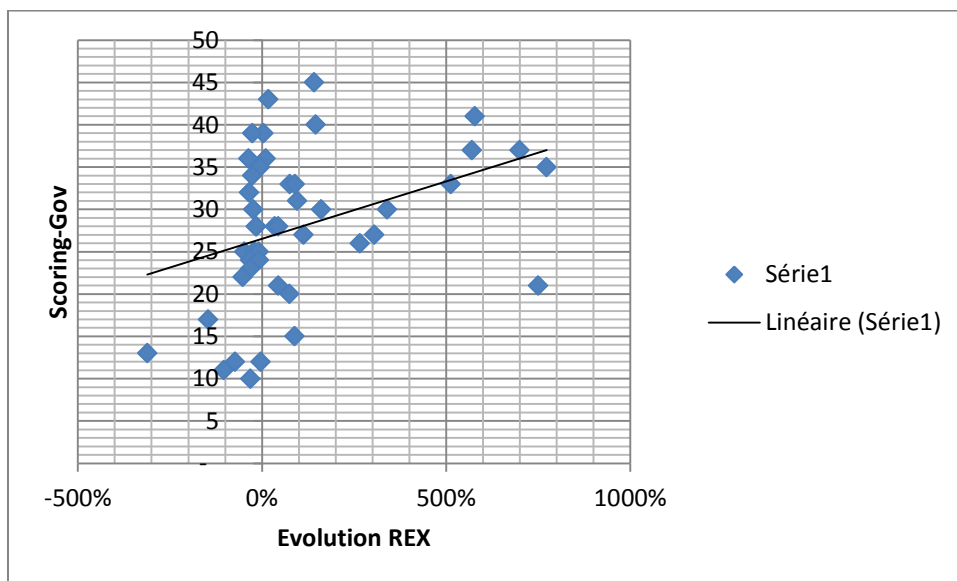


Figure VI.2 4: Corrélation entre le Scoring-Gov et l'évolution du REX

Nous présentons également le graphique « nuage de point » qui permet d'étudier la forme globale des points représentant le Scoring-Gov et l'évolution du cours boursier.

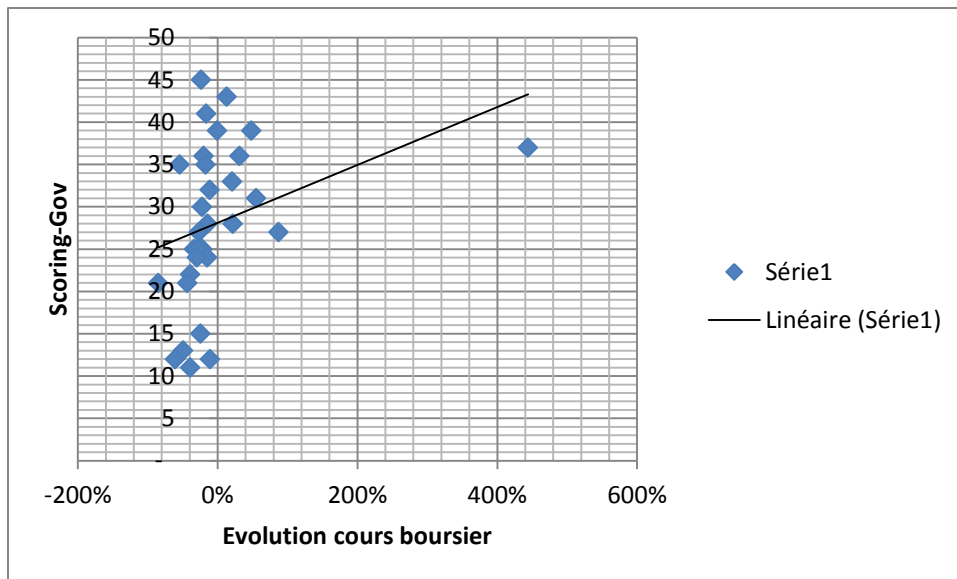


Figure VI.2 5 : Corrélation entre le Scoring-Gov et l'évolution du cours boursier

Nous pouvons à ce stade anticiper des évidences qui corroborent notre hypothèse générale de recherche H2, impliquant l'existence d'une relation positive entre la qualité de la gouvernance, mesurée par le Scoring-Gov et la performance comptable et boursière des Emetteurs Marocains.

En revanche, les 3 indicateurs relatifs à la moyenne marge nette, à la moyenne marge sur EBE et à la moyenne ROE, présentent un lien peu significatif avec le Scoring-Gov. En effet, la croissance est à priori plus sensible aux mécanismes de gouvernance en place alors que la rentabilité est fortement impactée par plusieurs facteurs à la fois endogènes (cycle de vie de la société...) et exogènes (conjoncture économique, secteur d'activité, marché...). Quant à la capitalisation et au cours boursier, ils transcendent ces différents facteurs et se projettent dans l'avenir.

Le Tableau **VI.2.3** montre toutefois que les moyennes pour les trois critères (moyenne marge sur EBE, moyenne marge nette, moyenne ROE) relatives au portefeuille des Emetteurs dont le Scoring-Gov est supérieur à la moyenne (calculé à 28) sont supérieures aux moyennes relatives à tout le panel. Et inversement, les moyennes pour ces trois critères relatives au portefeuille des Emetteurs dont le Scoring-Gov est inférieur à la moyenne (calculé à 28) sont inférieures aux moyennes relatives à tout le panel.

Tableau VI.2 3: Moyenne Marge / ROE des Emetteurs selon leur Scoring-Gov.

Critère	La totalité du panel	Portefeuille avec Scoring-Gov \geq 28	Portefeuille avec Scoring-Gov $<$ 28
Moyenne de la Moyenne Marge sur EBE	26%	31%	20%
Moyenne de la Moyenne Marge nette	10%	14%	5%
Moyenne de la Moyenne ROE	11%	12%	11%

Ces résultats permettent de corroborer notre troisième hypothèse de recherche H3²⁰⁸ car un portefeuille constitué d’Emetteurs dont le rating est supérieur à 28 points a une marge sur EBE au-dessus de la moyenne de 5 points et une marge nette au-dessus de la moyenne de 4 points. L’écart est moins significatif sur le ROE qui ne dépasse la moyenne que de 1 point.

Inversement, un portefeuille constitué d’Emetteurs dont le rating est inférieur à 28 points a une marge sur EBE au-dessous de la moyenne de 6 points et une marge nette au-dessous de la moyenne de 5 points. Le ROE se situe au même niveau que la moyenne car il est gonflé par le ROE de IAM qui est de 45%. Si nous faisons sortir Maroc Telecom du portefeuille, son ROE passe à 9% soit 2 points au-dessous de la moyenne.

Par ailleurs, la comparaison de la marge nette moyenne et le ROE moyen de chaque Emetteur à la marge nette et au ROE du secteur permet de constater que 15 Emetteurs vs 25 dont le rating est supérieur à 28 points présentent des indicateurs inférieurs aux moyennes du secteur et inversement 13 Emetteurs vs 21 dont le rating est inférieur à 28 points présentent des indicateurs inférieurs aux moyennes du secteur.

Pour le secteur bancaire, ces résultats trouvent, leur explication dans le fait que la réglementation BAM, encore plus restrictive que Bâle II, exige un ratio de solvabilité plus important qui les contraint à augmenter leurs fonds propres et fait baisser mécaniquement leur ROE²⁰⁹. Pour les autres secteurs, il est plus judicieux d’analyser la relation entre le Scoring-Gov et l’évolution du ROCE. Ceci a été justifié sur le plan théorique²¹⁰.

²⁰⁸ Voir supra, p. 160.

²⁰⁹ L’exigence minimum en fonds propres par rapport au total des risques encourus est de 12%. Le ROE (Return On Equities), quant à lui, s’il a été marqué par une forte augmentation entre 2005 et 2007, subit une baisse

1.3. Effet des variables de contrôle sur la relation Scoring-Gov et performance

Notre quatrième hypothèse de recherche H4²¹¹, considère que la relation entre la gouvernance et la performance comptable et boursière des Emetteurs Marocains est impactée par plusieurs facteurs endogènes et exogènes. Il s'agit notamment de la taille (mesurée par le chiffre d'affaires ou la capitalisation boursière), le secteur d'activité et la structure de propriété.

En raison de la divergence des résultats relatifs à l'effet des mécanismes de gouvernance sur la performance des entreprises, plusieurs auteurs reconnaissent que l'association entre la gouvernance et la performance de la firme pourrait dépendre de plusieurs caractéristiques de la firme telles que : la taille, l'âge, le secteur d'activité ainsi que d'autres facteurs non observables.

1.3.1. Effet de la taille sur la relation entre le Scoring-Gov et la performance

Afin de tester l'effet de la taille, mesurée par le chiffre d'affaires, sur la relation entre la performance et la gouvernance, nous calculons la corrélation entre le Scoring-Gov et la performance de deux sous-échantillons : le premier se compose des Emetteurs ayant un chiffre d'affaires supérieur ou égal au chiffre d'affaires moyen de l'ensemble des Emetteurs observés (5 500 MDH) et le deuxième se compose des Emetteurs ayant un chiffre d'affaires inférieur au chiffre d'affaires moyen de l'ensemble des Emetteurs observés (5 500 MDH). Les résultats obtenus sont résumés dans le Tableau VI.2 4.

significative à partir de 2008 (évolution plus importante enregistrée par les capitaux propres versus résultat net). Rapport annuel 2013 du conseil de la concurrence, p. 77-85.

Les mesures principales imposées à l'exercice de l'activité bancaire sont :

- Un capital minimum de 100 MMAD ;
- Des règles de déclassement et de provisionnement des créances en souffrance ;
- Un coefficient de solvabilité (Crédits et engagements / Fonds propres) de 12%, à l'image des exigences internationales en matière de surveillance des risques financiers ;
- Un coefficient de division des risques (Encours cumulé d'un client / Fonds propres) de 20% ;
- Un ratio minimum de liquidité (LCR) de 60% traduisant l'obligation d'une banque de détenir des actifs liquides de haute qualité couvrant, entièrement, leurs sorties de trésorerie sur une période de 30 jours. Les banques ont jusqu'à 2019 pour respecter les exigences de 100% ; CDM Note sur le secteur bancaire, Les groupes bancaires subissent, ostensiblement, la montée du coût du risque, Juillet 2015, CDM ;p. 5 ;

²¹⁰ ROCE pourrait être une meilleure mesure que le ROE (Barber et Lyon 1996) cité par Core et al.2004), Brown L. D. et Caylor M. L., 2004, « Corporate Governance and Firm Performance », Working Paper, Georgia State University, p. 13.

²¹¹ Voir supra, p. 160.

Tableau VI.2 4: Effet de la taille mesurée par le chiffre d'affaires, sur la corrélation entre le Scoring-Gov et les indicateurs de performance.

Variables dépendantes	<u>Coefficient de Corrélation (CA ≥ 5 500MDH)</u>	<u>Coefficient de Corrélation (CA < 5 500MDH)</u>
Evolution du Chiffre d'affaires	8%	34%
Evolution du résultat d'exploitation	65%	35%
Evolution de l'EBE	17%	44%
Evolution du RNPG	66%	34%
Evolution du ROCE	63%	36%
Evolution du cours boursier	39%	31%

Dans l'échantillon des grands Emetteurs ($CA \geq 5\,500\text{MDH}$), nous constatons des coefficients de corrélation meilleurs que dans l'échantillon des moyens et petits Emetteurs ($CA < 5\,500\text{MDH}$). Le coefficient de corrélation dépasse 60 % au niveau de l'évolution du REX, l'évolution du RNPG et l'évolution du ROCE. L'écart est moins significatif au niveau du coefficient de corrélation entre le Scoring-Gov et le cours boursier. Quant au coefficient de corrélation entre le Scoring-Gov et l'évolution de l'EBE, il est meilleur pour l'échantillon d'Emetteurs dont le chiffre d'affaires est inférieur à 5 500MDH. Ce constat pourrait être lié au fait que la taille mesurée par le chiffre d'affaires a un effet faible sur la qualité de la gouvernance des Emetteurs observés.

Enfin, ce résultat nous permet de conclure que pour les Emetteurs dont le chiffre d'affaire est supérieur ou égal au chiffre d'affaires moyen du panel, il existe une relation significative entre le Scoring-Gov et la performance mesurée par l'évolution des indicateurs suivants : REX, RNPG et ROCE. Par conséquent la taille, mesurée par le chiffre d'affaires des Emetteurs observés, a un effet positif sur la relation entre la gouvernance et la performance des Emetteurs mesurée par l'évolution des indicateurs suivants : REX, RNPG et ROCE.

Pour les Emetteurs cotés, nous testons l'effet de la taille, mesurée par la capitalisation boursière, sur la corrélation entre le Scoring-Gov et la performance en calculant le coefficient de corrélation pour deux sous-échantillons : le premier se compose des Emetteurs ayant une capitalisation supérieure ou égale à la capitalisation moyenne de l'ensemble des Emetteurs

cotés observés (6 000 MDH) et le deuxième se compose des Emetteurs ayant une capitalisation inférieure à la capitalisation moyenne de l'ensemble des Emetteurs cotés observés (6 000 MDH). Les résultats obtenus sont résumés dans le Tableau VI.2.5.

Tableau VI.2 5: Effet de la taille mesurée par la capitalisation boursière, sur la corrélation entre le Scoring-Gov et les indicateurs de performance.

Variables dépendantes	<u>Coefficient de Corrélation</u> (CAP≥6 000 MDH)	<u>Coefficient de Corrélation</u> (CA<6 000 MDH)
Evolution du Chiffre d'affaires	25%	33%
Evolution du résultat d'exploitation	39%	61%
Evolution de l'EBE	32%	61%
Evolution du RNPG	27%	44%
Evolution du ROCE	24%	54%
Evolution du cours boursier	35%	64%

Nous constatons des coefficients de corrélations meilleurs pour le sous-échantillon d'Emetteurs cotés dont la capitalisation est inférieure à la moyenne que pour le sous échantillon dont la capitalisation est supérieure ou égale à la moyenne. Le coefficient de corrélation dépasse 50 % au niveau de l'évolution du REX, l'évolution de l'EBE, l'évolution du ROCE et l'évolution du cours. Par conséquent la taille, mesurée par la capitalisation boursière, a un effet négatif sur la relation entre la gouvernance et la performance des Emetteurs mesurée par l'évolution des indicateurs suivants : REX, EBE, ROCE et cours boursier.

Enfin, Ces résultats nous amènent à corroborer partiellement une sous hypothèse de la quatrième hypothèse (H1a) qui implique que la taille, mesurée par le chiffre d'affaires, a un effet positif sur la relation entre la gouvernance et la performance mesurée par l'évolution des indicateurs suivants : REX, RNPG et ROCE.

1.3.2. Effet du secteur d'activité sur la relation entre le Scoring-Gov et la performance

Afin de tester l'effet du secteur d'activité sur la relation entre la performance et la gouvernance, nous calculons la corrélation entre le Scoring-Gov et la performance de 5 sous-échantillons correspondant aux secteurs les plus représentés dans l'échantillon global. Il s'agit des secteurs : Banques et Sociétés de Financement, Industrie, Agroalimentaire, Mine, Pétrole, Gaz et Immobilier. Les résultats obtenus sont résumés dans le Tableau VI.2.6.

Tableau VI.2 6 : Effet du secteur d'activité sur la corrélation entre le Scoring-Gov et les indicateurs de performance

Variables dépendantes	Coefficient de Corrélation (banques et sociétés de financement)	Coefficient de Corrélation (industrie)	Coefficient de Corrélation (agro-alimentaire)	Coefficient de Corrélation (mine/pétrole et gaz)	Coefficient de Corrélation (immobilier)
Evolution du Chiffre d'affaires	72%	62%	-19%	-4%	53%
Evolution du résultat d'exploitation	42%	79%	-22%	83%	52%
Evolution de l'EBE	75%	61%	14%	43%	62%
Evolution du RNPG	39%	40%	-31%	76%	64%
Evolution du ROCE		66%	-17%	79%	47%
Evolution du cours boursier	4%	73%	49%	82%	60%

Pour les secteurs : Banques et Sociétés de Financement, Industrie, Mine, Pétrole et Gaz ainsi que le secteur Immobilier, nous constatons de meilleures corrélations entre la gouvernance et la performance mesurée par l'évolution des indicateurs suivants :

- Le chiffre d'affaires (CA) : le coefficient de corrélation s'établit entre 52% et 72% sauf pour le secteur des mines/pétrole/gaz où le coefficient de corrélation est négatif.
- Le résultat d'exploitation (REX) : le coefficient de corrélation s'établit entre 42% et 83%.

- L'excédent brut d'exploitation (EBE) : le coefficient de corrélation s'établit entre 43% et 75%.
- Le résultat net part du groupe (RNPG) : le coefficient de corrélation s'établit entre 39% et 76%.
- La rentabilité des capitaux employés (ROCE) : le coefficient de corrélation s'établit entre 47% et 79%. Ce coefficient ne s'applique pas au secteur banques et sociétés de financement ou l'utilisation du ROE est plus pertinente. Cependant, du fait des exigences sur le ratio de solvabilité, les banques augmentent leur fond propre ce qui fait baisser mécaniquement leur ROE mais cela n'implique pas qu'elles sont moins rentables²¹². Par conséquent, l'utilisation du ROE dans le contexte actuel du secteur bancaire n'est à priori pas pertinente.
- Le cours boursier : le coefficient de corrélation s'établit entre 60% et 82%. Le coefficient de corrélation relatif au secteur bancaire est faible soit 4% et les raisons seront analysées plus loin²¹³.

Quant au secteur Agroalimentaire, les coefficients de corrélation sont faibles voire négatifs du fait que certains Emetteurs enregistrent une évolution négative des indicateurs de performance suivants : REX, EBE, RNPG et ROCE et ce malgré la qualité de leur gouvernance²¹⁴. La corrélation entre le Scoring-Gov et le cours boursier est de 49% car les Emetteurs de ce secteur enregistrent une évolution positive de leur cours boursier qui transcende les effets conjoncturelle et se projette dans l'avenir.

En conclusion, nous constatons des évidences en faveur de la sous-hypothèse H4b²¹⁵ qui implique que le secteur d'activité a un effet sur la relation entre la gouvernance et la performance mesurée par l'évolution des indicateurs suivants : CA, REX, EBE, RNPG, ROCE et cours boursier.

²¹² Voir supra, p. 260.

²¹³ Voir infra, p. 291.

²¹⁴ Voir infra à partir de la p. 268.

²¹⁵ Voir supra, p. 160.

1.3.3. Effet de la structure de propriété sur la relation entre le Scoring-Gov et la performance

Afin de tester l'effet de la structure de propriété sur la relation entre la performance et la gouvernance, nous calculons la corrélation entre le Scoring-Gov et la performance de 2 sous-échantillons. Le premier se compose des Emetteurs ayant un actionnaire majoritaire détenant plus de 50% ce qui représente 83 % du panel et le deuxième sous-échantillon se compose des actionnaires ayant un actionnaire majoritaire détenant moins de 50% (actionnaire de contrôle ou de référence). Les résultats obtenus sont résumés dans le Tableau VI.2.6.

Tableau VI.2 7 : Effet de la structure de propriété sur la corrélation entre le Scoring-Gov et les indicateurs de performance.

Variables dépendantes	Coefficient de Corrélation (actionnaire majoritaire \geq 50%)	Coefficient de Corrélation (actionnaire majoritaire < 50%)
Evolution du Chiffre d'affaires	33%	34%
Evolution du résultat d'exploitation	43%	3%
Evolution de l'EBE	42%	15%
Evolution du RNPG	34%	-9%
Evolution du ROCE	21%	20%
Evolution du cours boursier	40%	-70%

Dans l'échantillon des Emetteurs ayant un actionnaire majoritaire détenant plus de 50%, nous constatons des coefficients de corrélation meilleurs que dans l'échantillon des Emetteurs ayant un actionnaire majoritaire détenant moins de 50%. Le coefficient de corrélation dépasse 40 % au niveau de l'évolution des indicateurs de performance suivants : REX, EBE et RNPG. L'écart est encore plus significatif au niveau du coefficient de corrélation entre le Scoring-Gov et l'évolution du cours boursier et il est moins significatif au niveau du coefficient de corrélation entre le Scoring-Gov et l'évolution du chiffre d'affaires et celle du ROCE.

En conclusion, nous constatons des évidences en faveur de la sous-hypothèse qui implique que la structure de propriété a un effet positif sur la relation entre la gouvernance et la performance mesurée par l'évolution des indicateurs suivants : REX, EBE et RNPG et cours boursier.

2. Scoring-Gov et performance : Analyse croisée

Afin d'aller plus loin dans le test de notre hypothèse générale de recherche H3 qui implique que les Emetteurs Marocains bien (mal) gouvernés seront caractérisés par une évolution positive (négative) de leurs indicateurs de performance comptable et boursière, nous allons présenter dans ce qui suit une analyse plus fine et croisée « cross-sectional analysis » entre le Scoring-Gov et l'évolution des indicateurs de performances selon les 4 situations suivantes :

- Situation (1) : des Emetteurs ayant un Scoring-Gov ≥ 28 et une évolution positive de l'indicateur de performance analysé (EBE, REX, CA, RNPG, cours boursier, ROCE). Cette situation corrobore l'hypothèse de recherche ;
- Situation (2) : des Emetteurs ayant un Scoring-Gov < 28 et une évolution négative de l'indicateur de performance analysé (EBE, REX, CA, RNPG, cours boursier, ROCE). Cette situation corrobore l'hypothèse de recherche ;
- Situation (3) : des Emetteurs ayant un Scoring-Gov ≥ 28 et une évolution négative de l'indicateur de performance analysé (EBE, REX, CA, RNPG, cours boursier, ROCE). Cette situation réfute l'hypothèse de recherche et les Emetteurs concernés seront analysés au cas par cas ;
- Situation (4) : des Emetteurs ayant un Scoring-Gov < 28 et une évolution positive de l'indicateur de performance analysé (EBE, REX, CA, RNPG, cours boursier, ROCE). Cette situation réfute l'hypothèse de recherche et les Emetteurs concernés seront analysés au cas par cas.

Partant du fait que l'économie n'est pas rationnelle, nous considérons que notre modèle n'est pas parfait et n'a donc pas la prétention d'expliquer toutes les situations. En revanche, il permet de dégager les grandes tendances qui ressortent du test de nos hypothèses de recherche.

2.1. Analyse croisée de la relation entre le Scoring-Gov et l'évolution de l'EBE

Tableau VI.2 8 : Scoring-Gov et évolution de l'EBE

		Evolution de l'EBE	
		Evolution positive	Evolution négative
Scoring-Gov 46 Emetteurs	Scoring-Gov ≥ 28 25 Emetteurs	92% (1) 23 Emetteurs	8% (3) 2 Emetteurs
	Scoring-Gov < 28 21 Emetteurs	43% (4) 9 Emetteurs	57% (2) 12 Emetteurs

Les situations (1) et (2) corroborent notre sous-hypothèse H2b²¹⁶ par le fait que 92% des Emetteurs ayant un Scoring-Gov supérieur à la moyenne, autrement dit des pratiques de gouvernance minimalement acceptables, réalisent une évolution positive de leur excédent brut d'exploitation entre 2009 et 2013. Inversement 57% des Emetteurs ayant un Scoring-Gov inférieur à la moyenne réalisent une évolution négative de leur excédent brut d'exploitation sur la période d'observation. Rappelons que l'EBE est un indicateur de la rentabilité de l'entreprise et de sa capacité à générer de la trésorerie.

Les situations (3) et (4) infirment notre hypothèse mais trouvent leur explication dans le fait que la performance comptable dépend de plusieurs facteurs à la fois endogènes et exogènes.

En effet, la situation (3) est facile à expliquer car elle est générée exclusivement par les sociétés Centrale laitière et Lesieur dont les performances d'exploitation sont fortement impactées par les cycles de tension ou de détente que connaissent les prix des matières premières à l'échelle internationale. Ces facteurs exogènes liés au secteur d'activité ne remettent pas en cause la qualité de la gouvernance de ces deux Emetteurs malgré le fait que la période d'observation a été marquée par un changement majeur dans la structure de

²¹⁶ Voir supra, p. 160.

l'actionnariat de ces deux Emetteurs ayant un impact important sur leur modèle de gouvernance.

Hormis, les tensions sur les matières premières à l'échelle internationale, le secteur Agroalimentaire ne connaît à priori pas de choc majeur car même quand il y a un problème d'intrants, les opérateurs suivent leur marge de manière fine ce qui leur permet d'atténuer les chocs.

- **Lesieur :**

Le Scoring-Gov de Lesieur est de 39 points et fait partie des 5 Emetteurs les mieux notés. Son modèle de gouvernance est équilibré entre l'actionnaire de référence qui détient moins de 50% (Oléosud) et les institutionnels qui disposent de plusieurs prérogatives dans le cadre des organes de gouvernance. Le pacte d'actionnaires liant l'actionnaire de référence (Oléosud) et les Investisseurs Institutionnels définit le mode de gouvernance de la société.

Entre 2009 et 2011, l'EBE de Lesieur a baissé de 66%. Il a ensuite progressé pour retrouver à fin 2013 le même niveau que 2009 grâce à la progression du chiffre d'affaires et le repli des achats de matières premières.

Actuellement, les résultats de Lesieur rentrent dans une spirale d'évolution positive du fait de la baisse des prix des intrants et de l'efficacité de son modèle économique qui repose à 80% sur l'huile de table²¹⁷.

- **Centrale Laitière :**

Le Scoring-Gov de Centrale Laitière est de 36 points et elle a un modèle de gouvernance différent de Lesieur car ses organes de gouvernance se composent d'administrateurs représentant presque exclusivement l'actionnaire majoritaire (groupe Danone).

Malgré la croissance de la consommation qui a impacté positivement l'évolution du chiffre d'affaires de Centrale laitière (18%) sur la période 2009-2013, l'EBE de Centrale Laitière a baissé de 11% (TCAM de 6%) du fait d'une hausse des achats de matières premières plus

²¹⁷ FLM.MA Media Internet Maroc : quotidien en Français « Valeur de la semaine : Lesieur » du 15 décembre 2015

prononcée que la progression du chiffre d'affaires et aussi parce que 2009 a été une année exceptionnelle marquée par une baisse des prix des matières premières.

La situation (4) fait ressortir que 43% des Emetteurs ayant un Scoring-Gov inférieur à la moyenne réalisent une évolution positive de l'EBE entre 2009 et 2013. Trois parmi les 9 Emetteurs ont ébranlé la chronique et représentent les plus grands dérapages qu'a connus le marché financier Marocain. Il s'agit notamment d'Alliances, Samir et Maghreb Steel.

En se basant sur les notes de recherche établies par les analystes financiers, nous allons présenter une analyse détaillée de ces trois cas d'école qui fait ressortir à quel point la faible qualité de gouvernance n'a pas permis d'atténuer les chocs sectoriels pour les uns et les conséquences d'une gestion abusive pour les autres.

- **Alliances :**

Le Scoring-Gov de Alliances est juste en dessous de la moyenne (27 points) du fait principalement qu'elle est parmi les Emetteurs qui optent pour le cumul des fonctions de Président du Conseil d'Administration et de Directeur général, son organe d'administration ne respecte pas l'exigence légale qui stipule que les administrateurs salariés ne doivent pas dépasser le tiers des membres de l'organe de gouvernance et la société ne déclare pas non plus la mise en place d'un Comité des Rémunérations et Nominations en application de la recommandation de la loi 17-95 et celle du Code Marocain de bonnes pratiques de gouvernance de 2008.

Il est à noter, qu'après l'augmentation de capital réservée à la SFI en Mars 2014, un siège au sein du Conseil d'Administration de Alliances Développement Immobilier est attribué à un administrateur indépendant (désigné par la Société Financière Internationale). Contrairement à la vision du code qui recommande de prévoir dans les statuts le droit de participer aux AG sans fixer un nombre minimum d'action, Alliances déclare que le droit de participer aux AG est réservé aux actionnaires qui détiennent au moins 10 actions.

Coté performance, l'EBE de Alliances est passé de 738 MDH à fin 2009 à 1 402 MDH à fin 2013 profitant ainsi de la conjoncture positive du secteur Immobilier notamment dans le

segment de l'économie²¹⁸. Mais cette performance n'est à priori pas pérenne et ne se base pas sur des fondamentaux solides.

En effet, sur un horizon de 5 ans, les flux de trésorerie générés par l'activité principale du promoteur (notamment la vente de logement) ressortent à des montants négatifs (-1.8 MMDH à fin 2013), cela en dépit de revenus en forte croissance (soit un TCAM de l' EBE de 17% et une évolution de l'EBE 2013 vs 2009 de 90%) et un renforcement en capitaux à travers les appels aux marchés financiers notamment les emprunts obligataires, les augmentations de capital, et les émissions de billets de trésorerie (soit 33 MMDH en l'espace de 4 ans).

Selon la note de recherche publiée par CDG Capital en Octobre 2003, l'analyse approfondie des liquidités négatives générées par le promoteur, ressort à une contribution importante des flux liés à l'activité, autrement dit des Cash-Flow Opérationnels (CFO) négatifs durant la période d'analyse. Ceci fait ressortir que la société court un grand risque car non seulement celle-ci ne génère pas les ressources financières suffisantes pour se développer mais elle accroît régulièrement sa dette, jusqu'à une situation de surendettement. Une situation qui se retourne contre l'entreprise en période de crise. Le déséquilibre opérationnel ressorti, notamment des flux opérationnels négatifs, fait suite à une variation de BFR importante.

Ainsi, sur la période d'observation 2009-2013, le chiffre d'affaires d'Alliances est passé de 2.7 MMDH à 4.3 MMDH soit une augmentation de 59%. Cette croissance de l'activité a incité à un accroissement plus important du BFR, créant ainsi d'importantes tensions sur la trésorerie.

²¹⁸ Le marché connaît une demande croissante en logement du fait de l'accroissement démographique et de l'exode rural. Le segment social et intermédiaire demeurerait la principale locomotive de croissance du secteur immobilier marocain en 2013E. Les conditions climatiques favorables du début d'année 2013E devraient favoriser le maintien d'un bon niveau de productivité, voire l'accélération des développements de certains promoteurs. Les futures commercialisations devraient consacrer le segment social et intermédiaire où réside la majeure partie du déficit en logements, déficit estimé à 800 000 unités¹² en 2013 pour une production annuelle de l'ordre de 100 000 logements. Le déficit persistant en logements, le projet de construction de 15 nouvelles villes à horizon 2020, les dispositions de la Loi de Finance 2013 visant à encourager les promoteurs à s'orienter vers le logement pour la classe moyenne ainsi que la poursuite du programme de logements sociaux « Villes sans bidonvilles » laissent présager une activité importante pour le secteur. Note d'information 2013 de Dyar al Mansour p.167.

Sur la période 2007-2012, le groupe Alliances a creusé son BFRE par presque 20 du fait de l'accroissement des stocks et l'allongement des délais clients.

La situation financière s'est donc fortement dégradée. L'endettement net a été multiplié par 8 sur la période d'analyse pour atteindre 9.5 MMDH à fin 2013 soit un Gearing de 180%. Cet endettement élevé n'est pas sans conséquences sur les résultats de la société puisqu'il génère de lourdes charges financières.

En raison du manque de cash, le promoteur propose en 2012 de convertir optionnellement les dividendes initialement approuvés à l'assemblée générale en nouvelles actions à travers une augmentation de capital²¹⁹. Soulignons que les modalités de distribution des dividendes sont approuvées par l'AG sur proposition du Conseil d'Administration.

Aujourd'hui, le promoteur immobilier s'enfonce à vue d'œil et rien ne semble stopper sa chute. En 2014, l'EBE de Alliances passe à – 417 MDH soit une baisse de -130% par rapport à l'exercice précédent.

Certes le secteur Immobilier a connu une baisse de régime durant la période de crise puisque la marge nette et le ROE du secteur sont passés de 18 et 15% sur la période 2011-2013 à respectivement 3 et 2% en 2014 mais pour Alliances, la crise était plus profonde car la société n'a pas su rectifier le tir à temps²²⁰ et mettre en place une étanchéité entre l'activité historique du groupe (promotion immobilière et prestations de services immobiliers) et l'activité de construction à travers ses participations dans les sociétés EMT et Somadiaz qui connaissent de grandes difficultés du fait d'une conjoncture économique morose.

Soulignons que l'intégration d'un administrateur indépendant dans son Conseil d'Administration s'est faite tard (Mars 2014) et ne lui a pas permis d'anticiper le retour du cycle et atténuer l'impact du pôle construction (EMT).

Dans un communiqué paru le 29 décembre 2015, Alliances Développement Immobilier, annonce que cette séparation entre son activité historique et l'activité de construction sera effective ce qui va lui permettre de mobiliser ses ressources financières exclusivement à la redynamisation de ses projets immobiliers, qu'une cession d'actifs contribuera à réduire

²¹⁹ Recherche Actions, CDG Capital, 21 Octobre 2013, « Paysage obscur incitant à davantage de prudence », p.1-6.

²²⁰ L'économiste du 17 décembre 2015, « Alliances attend l'accord des obligataires »

l'endettement financier et que ce plan de restructuration permettra de renouer avec la profitabilité dès 2016²²¹.

Afin de consolider sa transformation et sous la pression des créanciers, le groupe a également revu sa gouvernance à travers principalement la séparation entre la fonction de Président du Conseil d'Administration et du Directeur Général, l'intégration de deux nouveaux membres indépendants au Conseil d'Administration et la mise en place de 4 comités spécialisés dont un Comité d'Audit présidé par un administrateur indépendant. Sans être exhaustifs, les changements opérés répondent aux manquements constatés par notre évaluation de la qualité de gouvernance sur la base des informations déclaratives publiées par Alliances en 2014.

- **Maghreb Steel :**

Le Scoring-Gov de Maghreb Steel est de 17 points se trouvant ainsi parmi les 10 Emetteurs les moins bien notés du fait que la société ne communique pas sur plusieurs critères de notre grille d'évaluation de la qualité de la gouvernance. Ces critères sont relatifs à la composition de son Conseil d'Administration, à la mise en place des comités spécialisés et aux droits des actionnaires. Maghreb Steel est le seul Emetteur dont le Conseil d'Administration est composé presque exclusivement des membres de la famille propriétaire.

Coté performance, l'EBE de la société est passé de -322 MDH à fin 2009 à -113 MDH à fin 2013. Cette évolution positive s'explique par un effet restructuration. Magreb Steel a connu un retour à la normale de l'exploitation en 2010 après une année 2009 exceptionnelle. L'EBE de 2013 a baissé de 152% par rapport à l'année 2010 qui est considérée par la société comme une année d'exploitation normale. Cette baisse est expliquée par la baisse de la marge des produits finis et des produits en l'état.

La situation financière de la société s'est fortement dégradée puisque son endettement net a été multiplié par 3 sur la période d'analyse pour atteindre 5.7 MMDH à fin 2013 soit un Gearing de 564% vs 162% à fin 2009. Cet endettement élevé n'est pas sans conséquences sur les résultats de la société puisqu'il génère de lourdes charges financières.

²²¹ Medias 24 du 29 décembre 2015 « Alliances confirme la demande de liquidation judiciaire de EMT et annonce des profits en 2016 ».

Aujourd'hui la société Maghreb Steel connaît de grandes difficultés dues non seulement à la gestion de l'entreprise et au manque de conseil indépendant qui fait le lien entre les contraintes de l'exploitation et l'environnement externe mais aussi à une conjoncture qui n'a pas été favorable en plus de la concurrence étrangère qui a fait des dégâts au secteur de la sidérurgie dans sa globalité. L'une des conditions imposées par les créanciers à la restructuration financière de la société est de séparer entre la propriété (la famille Sekkat reste l'actionnaire majoritaire) et la direction opérationnelle de l'entreprise²²².

- **Samir :**

Le Scoring-Gov de la Samir est de 13 points se trouvant ainsi parmi les 6 Emetteurs les moins bien notés du fait que la société ne communique pas sur plusieurs critères de la grille de gouvernance et qu'elle ne consacre pas de chapitre à la gouvernance ni dans son rapport annuel ni dans sa note d'information. Ces critères sont relatifs à la composition de son Conseil d'Administration, à la mise en place des comités spécialisés, aux droits des actionnaires et à la diffusion des informations sur la rémunération des dirigeants et des administrateurs.

Unique raffineur au niveau local, la Samir opère dans la production et la distribution de produits raffinés (notamment le propane, le butane, le jet, l'essence sans plomb, le gasoil 50ppm, les huiles de base, le naphta, le bitume, le paraffine et le soufre) dont la consommation a connu une forte croissance pendant la période d'observation. Cependant la performance n'a pas été au rendez-vous puisque l'EBE de la société est passé de 231 MDH à 682 MDH après avoir atteint des niveaux plus importants en 2010 (1.9 MMDH), 2011 (1.6 MMDH), 2012 (1 MMDH). Entre 2010 et 2013, l'EBE connaît une baisse très importante de 64% malgré la hausse du chiffre d'affaires, tiré principalement par l'appréciation des prix de vente et dans une moindre mesure par les volumes écoulés. La marge brute reste très faible, ne dépassant guère 3% dans un contexte marqué par la dégradation de la marge de raffinage au niveau international.

Néanmoins, la société affiche un problème de solvabilité inquiétant qui semble s'éterniser compte tenu de la difficulté à trouver une solution avec les banques pour restructurer sa dette et de la non concrétisation de l'augmentation de capital de 1.75 MMDH, pourtant approuvée

²²² L'économiste du 17 décembre 2015, « Faute de cash...Maghreb Steel enchaîne les arrangements »

par l'Assemblée Générale Mixte du 3 mai 2012, ce qui laisse supposer des difficultés de financement rencontrées probablement par l'actionnaire de référence.

En effet, la structure bilancielle de la société est complètement déséquilibrée avec un fond de roulement structurellement négatif, un besoin en fond de roulement qui s'alourdit chaque année et une trésorerie nette qui creuse son déficit en passant de -6.5 MMDH à fin 2009 à -12.3 MMDH à fin 2013. De son côté, l'endettement passe de 12.4 MMDH à 23.4 MMDH sur la période 2009-2013 soit un Gearing de 380% à fin 2013.

Compte tenu de la situation financière de la Samir, deux choix majeurs s'imposent, en l'occurrence une cession de filiales ou une augmentation de capital. Toutefois, devant l'ampleur des besoins financiers de la compagnie, l'augmentation de capital d'un montant conséquent semble être la solution la plus réaliste. En effet, le redémarrage de l'activité et le remboursement des dettes les plus imminentes de la Samir requièrent une enveloppe d'environ 17 MMDH.²²³

Aujourd'hui, l'activité de raffinage est à l'arrêt et les créanciers de la Samir ont porté le dossier au Tribunal de Commerce et la société est en cours de liquidation judiciaire²²⁴.

Nous présenterons dans ce qui suit une analyse moins détaillée des autres Emetteurs qui réfutent la sous-hypothèse H2a. Il s'agit notamment de :

- **Unimer :**

Le Scoring-Gov de Unimer est juste en dessous de la moyenne également (27 points) et son EBE est passé de 118 MDH à fin 2010 à 300 MDH à fin 2012. Les états financiers relatifs à 2009 et 2013 ne sont pas disponibles. Cet Emetteur a connu une forte évolution de son EBE grâce au contexte favorable ayant marqué le segment de la conserverie de poisson et à l'évolution importante de la contribution de la société Label'vie pendant cette période. Signalons toute fois, que la société a vu son chiffre d'affaires baisser de 61% entre 2009 et 2013, que son Gearing s'élève à 109% sur la période d'observation et que son ROE à fin 2013 s'établit à 5% largement en dessous du ROE du secteur qui est de 18%.

²²³ CDG Capital du 15 Septembre 2015, « Une augmentation de capital conséquente reste la meilleure option pour Samir », Note de recherche, p 1.

²²⁴ Medias 24 du 29 décembre 2015 « Samir : Décision le jeudi 31 décembre au tribunal de commerce ».

- **Dar Saada :**

Le Scoring-Gov de Dar Saada est de 26 points et son EBE est passé de 738 MDH à fin 2009 à 1402 MDH à fin 2013 profitant de la conjoncture positive dans le secteur Immobilier et en particulier dans la catégorie économique qui constitue l'activité principale de Dar Saada. Dans sa première note d'information publiée en Novembre 2014, à l'occasion de son introduction en bourse, la société ne communique pas sur les comités spécialisés, les outils de gouvernance et n'applique pas le principe de traitement équitable des actionnaires car le droit de participer aux AG est réservé aux actionnaires qui détiennent au moins 10 actions. Ce sont des critères qui seraient à priori appelés à évoluer dans le futur proche car cette activité a été lancée récemment par le groupe palmeraie et profite des bonnes pratiques du groupe ainsi que de l'effet institutionnalisation qui a commencé bien avant son introduction en bourse.

- **Colorado :**

Le Scoring-Gov de Colorado est de 24 points et son EBE est passé de -77 MDH à fin 2009 à 22 MDH à fin 2013. Entre 2009 et 2012, l'EBE a été impacté par un niveau important du poste reprises d'exploitation / transfert de charges (174 MDH en 2009, 189 MDH en 2010, 179 MDH en 2011 et 141 MDH en 2012). Ce poste est passé à 92 MDH en 2013 impactant positivement l'EBE de 2013 en plus d'une baisse plus importante de la consommation par rapport à la production pour accompagner la baisse de l'activité sur toute la période 2011-2013. Cette baisse s'explique principalement par le fléchissement de la demande nationale de peintures, consécutive à la crise du secteur Immobilier et la concurrence dans le secteur. L'amélioration constatée découlerait également d'un effet institutionnalisation après l'entrée de la CDG dans le capital de Colorado.

- **Addoha :**

Le Scoring-Gov de Addoha est de 20 points et son EBE est passé de 1.6 MMDH à fin 2009 à 2.3 MMDH à fin 2013 profitant de la conjoncture positive dans le secteur Immobilier pendant cette période et en particulier dans la catégorie économique qui constitue le principal contributeur aux performances du groupe.

L'immobilière souffre également de l'effet du retournement de la conjoncture et de l'essoufflement du secteur Immobilier dans un contexte marqué par un assèchement de liquidité, un ralentissement du secteur BTP et une baisse de la consommation du ciment.

Elle présente dans une moindre mesure les mêmes déséquilibres financiers que le groupe Alliances à savoir une trésorerie significativement déficitaire, et décorrélée des performances opérationnelles en terme d'EBE ainsi qu'un BFR en dérive continue suite principalement à la progression des stocks induit par le renforcement de la réserve foncière et le rallongement du cycle d'exploitation qui passe d'une durée variant entre 18 et 24 mois à une durée entre 36 et 48 mois.

Grâce à la mise en place d'un plan génération cash axé sur le désendettement, l'immobilière a pu atténuer l'effet de ces dérives.

Signalons toutefois qu'en 2014, l'EBE d'Addoha passe à 1.35 MMDH soit une baisse de 41% par rapport à l'exercice précédent.

- **Fertima :**

Le Scoring-Gov de Fertima est de 20 points et son EBE est passé de -32 MDH à fin 2009 à 8 MDH à fin 2013. Cette évolution positive s'explique par une cession d'immobilisation de 88 MDH générant un résultat non courant de 63 MDH en 2010. Le chiffre d'affaires et l'EBE de 2012 sont en baisse par rapport à 2010 et 2011. La marge brute est de 1% tandis que la marge nette est négative et elle est de -5%. La société a quitté la bourse le 31 décembre 2013 et n'a pas communiqué sur les comptes de 2013.

- **Atlanta :**

Le Scoring-Gov de Atlanta est de 15 points et son EBE est passé de 174 MDH à fin 2009 à 197 MDH à fin 2013 après une meilleure évolution en 2010 (424 MDH) et 2011 (358 MDH). Son faible rating s'explique par le fait qu'elle ne communique pas sur ses pratiques de gouvernance et notamment sur les comités spécialisés, les outils de gouvernance, les droits des actionnaires et la rémunération des principaux dirigeants et administrateurs. Sur la période observée, Atlanta a moins bien progressé que le marché ce qui pourrait être lié à sa faible

gouvernance qui ne lui a pas permis de capturer toute la croissance. Signalons que pendant la période d'observation le taux de détention par le groupe CDG est passé de 40% à 15%

En résumé, ces explications permettent d'atténuer l'évolution positive de l'EBE des Emetteurs mal gouvernés car elle peut parfois être due plus à une conjoncture favorable ou un effet restructuration entre l'année de référence 2009 qui peut être exceptionnelle et les années suivantes qu'à une performance intrinsèque de ces Emetteurs. Fertima, Maghreb Steel et le groupe Samir doivent être extraits de ce portefeuille car leur EBE connaît une baisse très importante depuis 2010. Pour les raisons citées plus haut, Le groupe Alliances sera également extrait du portefeuille. Ceci permettra de revoir à la baisse le taux des Emetteurs qui infirment la sous hypothèse H2a soit 24 % au lieu de 43% (situation (4)).

En guise de corollaire et d'interpellation de la théorie d'ancrage de notre travail de recherche, soulignons que plus récemment, Jensen (2004) a enrichi son analyse des coûts d'agence, à la lumière de la crise financière et des fraudes managériales (Enron, Worldcom...) survenues ces dernières années, en insistant sur les coûts associés à la surévaluation par les marchés. Il ne s'agit pas stricto sensu, d'un nouveau type de coût d'agence, mais plutôt d'une réévaluation des coûts d'agence issus de la discipline par les marchés qui avaient été sous-estimés, sinon ignorés. En particulier, dans le domaine de la finance, la surévaluation a conduit à un surendettement, à des gaspillages en raison de l'afflux injustifié de capitaux dont ont bénéficié les secteurs surévalués et à des opérations de croissance externe financées par échange de titres, selon des termes d'échange économiquement non fondés²²⁵.

En effet, les résultats à des niveaux extrêmes ont tendance à revenir à des niveaux normaux au fil du temps. Ainsi, économiquement parlant, lorsque des sociétés, affichent des bénéfices attrayants appuyés par des marges satisfaisantes, les capitaux investis dans ce secteur s'apprécient, augmentant ainsi la concurrence et réduisant par conséquent les rendements²²⁶.

²²⁵ Gérard Charreaux. (2005). Les grands auteurs en théorie des organisations : Michael Jensen : la théorie positive de l'agence et ses applications à l'architecture et à la gouvernance des organisations. Cahier du FARGO – Centre de recherche en Finance, architecture et gouvernance des organisations n° 1041203.

²²⁶ CDG Capital., 2013, « Paysage obscure incitant à davantage de prudence », Recherche Actions, Octobre, p. 27 ;

2.2. Analyse croisée de la relation entre le Scoring-Gov et le REX

Tableau VI.2 9: Scoring-Gov et évolution du REX

		Evolution REX	
		Evolution positive	Evolution négative
Scoring-Gov 46 Emetteurs	Scoring-Gov ≥ 28 25 Emetteurs	68 % (1) 17 Emetteurs	32 % (3) 8 Emetteurs
	Scoring-Gov < 28 21 Emetteurs	33% (4) 7 Emetteurs	67% (2) 14 Emetteurs

Les situations (1) et (2) corroborent notre sous-hypothèse H2c²²⁷ en constatant que 68% des Emetteurs ayant un Scoring-Gov supérieur à la moyenne autrement dit des pratiques de gouvernance minimalement acceptables réalisent une évolution positive de leur résultat d'exploitation entre 2009 et 2013 et inversement 67% des Emetteurs ayant un Scoring-Gov inférieur à la moyenne réalisent une évolution négative de leur résultat d'exploitation sur la période. Rappelons que le REX indique la rentabilité économique réelle de la société, c'est-à-dire sa capacité à générer du bénéfice à partir de son activité principale. Prenant en compte les dotations aux amortissements et les provisions, il permet aussi d'évaluer la stratégie d'amortissement et d'investissement de l'entreprise.

Les situations (3) et (4) réfutent notre hypothèse mais trouvent leur explication dans le fait que la performance financière dépend de plusieurs facteurs exogènes.

La situation (3) fait ressortir que 32% des Emetteurs ayant un Scoring-Gov supérieur à la moyenne réalisent une évolution négative du REX entre 2009 et 2013. Lesieur et Centrale laitière ont déjà été analysées du point de vue EBE sachant que la baisse de leur REX est plus importante du fait de l'augmentation des dotations aux amortissements relatives aux

²²⁷ Voir supra, p. 160.

investissements réalisés sur la période. Les six autres Emetteurs concernés par la baisse du REX sont :

- **CGI:**

Le Scoring-Gov de CGI est de 35 points. Son REX à fin 2013 s'établit à 565 MDH vs 598 MDH à fin 2009 soit une baisse de 6% et un TCAM de 1%. Il est en légère baisse par rapport à 2009 qui est une année exceptionnelle mais il est en amélioration par rapport à la période 2010-2012 pendant laquelle le REX ne dépassait pas 450 MDH grâce à l'évolution de la contribution de ses filiales (Dyar Al mansour, Almanar).

En effet l'année 2009 a été une année exceptionnelle pour CGI car son REX a progressé de 71,6% par rapport à l'exercice précédent justifiée par l'évolution du chiffre d'affaires social et la contribution de la filiale Al Manar qui a enregistré la cession des parcelles réservées au centre commercial (525 MDH), aux unités hôtelières et au centre de conférence (240 MDH).

Par ailleurs, le secteur de l'immobilier est entré depuis 2003 dans une phase de croissance à deux chiffres grâce notamment à la mise en place par les pouvoirs publics d'un plan d'action pour la remise à niveau du secteur et au climat conjoncturel globalement favorable.

Toutefois, et malgré les efforts consentis, l'année 2009 a connu une accalmie du marché immobilier et une stabilité des prix avec de légères chutes dans certaines villes comme Marrakech et Tanger.

Cette morosité a couvert au fil du temps le reste du Royaume et l'immobilière souffre également de l'effet de l'essoufflement du secteur.

CGI présente dans une moindre mesure les mêmes déséquilibres financiers que les groupes Alliances et Addoha à savoir une trésorerie déficitaire de -1 3 MDH à fin décembre 2013, et décorrélée des performances opérationnelles, un Gearing qui passe de 40% à 120% du fait d'une augmentation importante de l'endettement bien que les capitaux propres soient maintenus au même niveau et un BFRE en accroissement du fait de l'allongement du cycle d'exploitation et l'accumulation de stocks des unités non vendues²²⁸.

²²⁸ Recherche Actions, CDG Capital, 21 Octobre 2013, « Paysage obscure incitant à davantage de prudence », p. 16.

Aujourd'hui, l'immobilière a quitté la Bourse de Casablanca suite au scandale du projet Madinet Badès à Al Hoceima.

- **SGMA :**

Le Scoring-Gov de SGMA est de 34 points. Son REX passe de 1.1 MMDH à 837 MDH. Une légère baisse a été constatée en 2012 qui s'est creusée en 2013. Cette baisse est fortement impactée par une évolution importante du coût du risque (provisionnement client) qui découle d'une politique de gestion des risques édictée par la maison mère. Le coût du risque a baissé sur 2010-2011 et est passé de 669 MDH à 440 MDH à fin 2011. Il passe à 928 MDH en 2012 et à 1.5 MMDH en 2013 ce qui pèse lourdement sur le REX de la banque.

- **CDM :**

Le Scoring-Gov de CDM est de 32 points. Son REX est également fortement impacté par une évolution importante du coût du risque qui découle d'une politique de gestion des risques édictée par la maison mère. Le coût du risque est passé de 239 MDH à fin 2009 à 497 MDH à fin 2013.

- **BMCI :**

Le Scoring-Gov de BMCI est de 28 points juste au niveau de la moyenne. Elle a procédé récemment à des aménagements au niveau de son Organe de Gouvernance. Son REX est également fortement impacté par une évolution importante du coût du risque qui découle d'une politique de gestion des risques édictée par la maison mère. Sur la période 2011-2013, le coût du risque est passé de 325 MDH à 588 MDH.

Signalons aussi que les salles de marchés des banques Marocaines sont plus performantes que celles des banques Françaises du fait notamment que les managers des banques Marocaines tolèrent un niveau de risque plus élevé. Il existe aussi un effet taille car le PNB des Françaises ne dépasse guère 1 MMDH ce qui représente 12% du PNB de AWB.

- **FEC :**

Le Scoring-Gov de FEC (Fond d'Équipement Communal) est de 30 points. Sur la période 2011-2013, Le REX de FEC a baissé de 24% sur la période d'observation (un TCAM de 7%). Le repli a été constaté en 2011 et le REX s'est maintenu au même niveau sur les années suivantes. Ceci trouve son explication dans le fait que malgré la progression des produits d'exploitation, les charges d'exploitation bancaire ont enregistré une progression annuelle plus importante suivant ainsi la tendance haussière enregistrée au niveau de l'activité du FEC.

Sa structure des charges d'exploitation bancaire reflète la spécificité du mode de financement du FEC qui, en l'absence de collecte de dépôts auprès de sa clientèle, se finance essentiellement par emprunts bancaires et par des Emissions de titres de créances sur le marché financier. Il s'agit en effet d'un bras de l'état pour financer les collectivités locales qui n'a donc pas pour vocation de créer du profit.

- **CAPEP :**

Le Scoring-Gov de CAPEP est de 28 points juste au niveau de la moyenne et son REX baisse de 17% par rapport à 2009 et de 47% par rapport à la période précédente impacté par la crise du secteur BTP. L'accroissement de l'activité de Capep courant 2011-2012 résulte de la volonté du management de la Société de soumissionner à des chantiers d'envergure. Il était prévu de maintenir cette tendance en 2013²²⁹.

La situation (4) fait ressortir qu'une proportion équivalente des Emetteurs (33%), ayant un Scoring-Gov inférieur à la moyenne, réalisent une évolution positive du REX entre 2009 et 2013. Six parmi les sept Emetteurs concernés par cette situation ont été analysés du point de vue EBE du fait qu'ils présentent une évolution positive de l'EBE. Il s'agit notamment de : Alliances, Unimer, Dar Saada, Addoha, Fertima et Atlanta.

Le septième Emetteur est Mediaco Maroc dont le REX s'est amélioré en 2013 suite à l'augmentation des produits d'exploitation, résultat du transfert de charges constaté de 29,2

²²⁹ Aucune communication depuis la note d'information du 8 Octobre 2013. Le dernier rapport de gestion a été publié en 2012...

MDH. Ce transfert correspond à l'annulation des frais financiers et de leasing préalablement comptabilisés suite aux litiges en cours avec les organismes financiers.

Le résultat d'exploitation de Mediacor Maroc est resté négatif sur la période 2009-2010 justifié par la détérioration du niveau d'activité ne permettant pas de couvrir les charges opérationnelles de la société. L'amélioration constatée en 2013 ne traduit pas une vraie performance de la société d'autant plus que les comptes de 2012-2013 n'ont pas été certifiés par les Commissaires aux Comptes et n'ont pas été approuvés par l'Assemblée Générale de la société.

Selon le rapport général du Commissaire aux Comptes sur les trois derniers exercices, l'examen des comptes clients révèle l'insuffisance des provisions pour dépréciation constituées au titre des trois dernières années.

En revanche, selon les rapports relatifs aux exercices 2012 et 2013, aucune provision n'a été constatée dans les comptes de Mediacor Maroc afin de faire face au risque lié au recours judiciaire déposé par le personnel de la société. Le Gearing à fin 2013 est de 521%.

Aujourd'hui, cet Emetteur a quitté la bourse de Casablanca et la procédure de liquidation judiciaire est en cours.

2.3. Analyse croisée de la relation entre le Scoring-Gov et le CA

Tableau VI.2 10: Scoring-Gov et évolution du CA

		Evolution du CA	
		Evolution positive	Evolution négative
Scoring-Gov 46 Emetteurs	Scoring-Gov ≥ 28 25 Emetteurs	100% (1) 25 Emetteurs	0% (3) 0 Emetteurs
	Scoring-Gov < 28 21 Emetteurs	57 % (4) 12 Emetteurs	43% (2) 9 Emetteurs

Les situations (1) et (2) corroborent notre sous-hypothèse H2a²³⁰ dans la mesure où 100 % des Emetteurs ayant un Scoring-Gov supérieur à la moyenne autrement dit des pratiques de gouvernance minimalement acceptables réalisent une évolution positive de leur chiffre d'affaires entre 2009 et 2013 et inversement 48 % des Emetteurs ayant un Scoring-Gov inférieur à la moyenne réalisent une évolution négative de leur chiffre d'affaires sur la période d'observation.

Rappelons que l'analyse de l'évolution du chiffre d'affaires ne permet de juger que d'une partie de la santé de l'entreprise et que sa croissance traduit un dynamisme de l'activité alors que sa baisse pourrait traduire que l'entreprise connaît des difficultés.

Copeland, Koller et Murrin (2000), Core, Guay et Rusticus (2004), et Palepu, Healy et Bernard (2000) soutiennent que dans le cas des entreprises déficitaires, la croissance du chiffre d'affaires est un pauvre indicateur de la performance opérationnelle. Par conséquent, nous considérons que le chiffre d'affaires est la variable la moins fiable parmi les 5 variables opérationnelles considérées²³¹.

La situation (4) fait ressortir que 57% des Emetteurs ayant un Scoring-Gov inférieur à la moyenne réalisent une évolution positive du chiffre d'affaires entre 2009 et 2013. Sept parmi les douze Emetteurs concernés par cette situation ont été analysés du point de vue EBE du fait qu'ils présentent une évolution positive de l'EBE. Il s'agit notamment de : Alliances, Dar Saada, Addoha, Maghreb Steel, Unimer, Atlanta et Samir.

Les cinq autres Emetteurs concernés par la baisse du chiffre d'affaires sont :

➤ **SBM :**

Le Scoring-Gov de SBM est de 25 points. Son chiffre d'affaires enregistre une évolution de 9% sur la période d'observation, soit un TCAM uniquement de 2% ce qui ne traduit pas une vraie performance car la société connaît des difficultés à cause des marchés parallèles et de la forte taxation des produits alcoolisés ce qui les pousse à augmenter les prix de vente et fait baisser ainsi la consommation.

²³⁰ Voir supra p.160.

²³¹ Brown L. D. et Caylor M. L., 2004, « Corporate Governance and Firm Performance », Working Paper, Georgia State University, p. 14.

En effet, le chiffre d'affaires consolidé de SBM baisse de 76,2 MDH (-3,2%) entre 2012 et 2013, passant de 2 393 MDH à 2 318 MDH. Cette baisse du chiffre d'affaires s'explique principalement par la baisse du chiffre d'affaires de l'activité Bière de 81,7 MDH, suite à la baisse des volumes vendus en raison :

- D'une conjoncture économique difficile ;
- De l'impact négatif des augmentations successives des tarifs de ventes opérées les trois dernières années pour répercuter la hausse de la fiscalité appliquée aux produits alcoolisés ;
- Des augmentations de tarifs allant de 6% à 13% appliquées en Septembre 2013 par les grandes et moyennes surfaces ;
- La fermeture par certaines enseignes de la grande distribution des caves de leurs magasins ainsi que la fermeture de plusieurs points de ventes CHR²³².

- **Valyans :**

Le Scoring-Gov Valyans est de 25 points. Son chiffre d'affaires enregistre une évolution de 6% sur la période d'observation, soit un TCAM uniquement de 2%. La société a entamé un nouveau cycle de croissance en 2013, avec un chiffre d'affaires qui s'est élevé à 104,9 MDH, en hausse de 6% par rapport à l'exercice précédent. Cette croissance du chiffre d'affaires s'explique par la montée en charge de l'export dans l'activité de Valyans. Valyans Consulting n'a pas augmenté sa capacité de production sur l'exercice 2013 ; de ce fait l'obtention de contrats importants en Afrique a contribué à substituer une partie du chiffre d'affaires réalisé au Maroc par l'export.

- **Jlec :**

Le Scoring-Gov de Jlec n'est que de 23 points mais il devrait à priori progresser après son institutionnalisation par l'introduction dans le capital à hauteur de 5% de RMA Watanya, SCR et MAMDA. Sur la période 2010-2012, le chiffre d'affaires a enregistré une amélioration de 20 % alors qu'il est en baisse en 2013 par rapport à 2012 et revient au niveau réalisé en 2010. Avec la mise en service des unités 5 et 6 sur le premier semestre 2014, l'ensemble des indicateurs progresse de façon significative. Ces deux nouvelles unités

²³² CHR : Clients Hôtellerie et Restauration, correspond à une catégorie de client en compte

promettent un taux de disponibilité élevé et des niveaux de marge opérationnelle largement supérieurs à leurs prédécesseurs ce qui garantit la rentabilité du modèle économique de Jlec et lui permet d'inaugurer un cycle de génération de cash.

- **Nexans :**

Le Scoring-Gov de Nexans est de 22 points. Son chiffre d'affaires enregistre une évolution de 8% sur la période d'observation, soit un TCAM uniquement de 2%. Cette légère évolution est constatée grâce à la progression des transformateurs portée par le démarrage du marché ONEE signé fin 2012 alors que les ventes en câbles accusent une baisse du fait de la baisse constatée sur le marché local et particulièrement le marché du bâtiment et de l'infrastructure.

- **Salafin :**

Le Scoring-Gov de Salafin est de 12 points se trouvant ainsi parmi les 6 Emetteurs les moins bien notés du fait que la société ne communique pas sur plusieurs critères de la grille de gouvernance et qu'elle ne consacre pas de chapitre à la gouvernance ni dans son rapport annuel ni dans sa note d'information. Ces critères sont relatifs à la composition de son Conseil d'Administration, à la mise en place des comités spécialisés et aux droits des actionnaires.

La note d'information publiée par Salafin en Août 2013 rentre dans le cadre du programme de rachat d'actions en vue de régulariser le marché qui pourrait être éligible à l'autorisation de l'AMMC de soumettre une note d'information succincte.

La société connaît un niveau stable de chiffre d'affaires ce qui présente une contre-performance dans le secteur.

2.4. Analyse croisée de la relation entre le Scoring-Gov et le RNPG

Tableau VI.2 11 : Scoring-Gov et évolution du RNPG

		Evolution de le RNPG	
		Evolution positive	Evolution négative
Scoring-Gov 46 Emetteurs	Scoring-Gov ≥ 28 25 Emetteurs	60 % (1) 15 Emetteurs	40 % (3) 10 Emetteurs
	Scoring-Gov < 28 21 Emetteurs	29 % (4) 6 Emetteurs	71 % (2) 15 Emetteurs

Les situations (1) et (2) confirment notre sous-hypothèse H2d²³³ car 60% des Emetteurs, ayant un Scoring-Gov supérieur à la moyenne autrement dit des pratiques de gouvernance minimalement acceptables, réalisent une évolution positive de leur RNPG entre 2009 et 2013 et inversement 71% des Emetteurs ayant un Scoring-Gov inférieur à la moyenne réalisent une évolution négative de leur RNPG sur la période d'observation.

Rappelons que le RNPG est le résultat net qui revient à la maison mère. Ce dernier traduit l'enrichissement ou l'appauvrissement de l'entreprise au cours de l'exercice considéré ; Il relève donc d'un concept patrimonial et non de trésorerie.

Les situations (3) et (4) réfutent notre hypothèse mais trouvent leur explication dans le fait que le RNPG pourrait être biaisé par les retraitements fiscaux, financiers, les opérations non courantes et être impacté par le poids des dotations aux amortissements. Par conséquent, le RNPG, tout seul, ne peut pas traduire la performance.

La situation (3) fait ressortir que 40% des Emetteurs ayant un Scoring-Gov supérieur à la moyenne réalisent une évolution négative du RNPG entre 2009 et 2013. Sept parmi les 10 Emetteurs concernés par cette situation ont été analysés du point de vue REX du fait qu'ils

²³³ Voir supra p.160.

présentent une évolution négative du REX. Il s'agit notamment de : Centrale Laitière, Lesieur, CGI, SGMB, CDM, FEC, BMCI.

En principe, sauf éléments exceptionnels, le RNPG devrait suivre la même tendance que le REX du fait que l'impôt est constant et que le résultat financier ne varie pas à structure financière stable.

Toutefois, le RNPG de GGI est fortement impacté par la hausse des charges d'intérêts sous l'effet de l'augmentation de l'endettement qui passe de 1 770 MDH en 2009 à 5 406 MDH en 2013. Ces charges d'intérêts concernent essentiellement les CPI (Crédit de Promotion Immobilière) sur les projets Casa Green Town et les Quais Verts, les intérêts sur emprunt obligataire et les CPI levés par les filiales Al Manar et Dyar Al Mansour.

Soulignons également, que contrairement aux banques à capital majoritairement Français (SGMB, CDM et BMCI) qui n'ont pas de relais de croissance permettant de faire face au tassement de l'activité au Maroc, les banques panafricaines (AWB, BMCE et BCP) profitent de la contribution des filiales internationales notamment Africaines dans leur RNPG (et dans le Rex également) qui s'élèvent à fin 2013 à 48% pour BMCE, 21 % pour ATW et 8 % pour BCP.

Les trois Emetteurs concernés par la situation (3) et non précédemment analysés du point de vue REX sont : Mutandis, Zalagh Holding, Label'vie et le passage du REX au RNPG sera analysé au cas par cas.

- **Mutandis (particularité SCA) :**

Le Scoring de Mutandis est de 33 points et la société a une forme juridique particulière qui est une société en commandite par actions dont l'objet social consiste principalement en la prise de participation directe ou indirecte dans toutes sociétés à créer ou déjà existantes par voie de souscription au capital ou par acquisition de titres, en qualité d'actionnaire ou d'associé ainsi que la gestion et la cession de ces participations.

Même si le REX de 2013 est en augmentation par rapport à 2011, le RNPG a baissé par rapport à 2012, à cause de la hausse du poste impôts et taxes liée aux droits d'enregistrement

sur des acquisitions et une réduction de capital au niveau de la Holding ainsi que la baisse des performances opérationnelles du pôle Agroalimentaire.

Tandis que le résultat financier s'est amélioré sur la période grâce au désendettement progressif du Groupe et en particulier du pôle Distribution Spécialisée, et au résultat du portefeuille financier de la Holding. Cette amélioration du résultat financier impacte positivement le résultat net mais négativement l'IS qui passe de -836 KDH à fin 2011 à +35 MDH, ce qui explique la baisse du RNPG qui passe de +8 MDH en 2011 à -1 MDH en 2013.

- **Zalagh Holding :**

Le Scoring-Gov de Zalagh Holding est de 33 points et la société a obtenu avant l'émission de l'emprunt obligataire une notation de Fitch Ratings (la note nationale long terme 'B+', perspective Stable).

Le RNPG s'établit à 33 MDH en baisse de 47% par rapport au RNPG de l'année 2009. Il est cependant en forte progression par rapport au RNPG de 2011 qui s'établit à -23 MDH. Cette performance est essentiellement liée à la progression significative du résultat opérationnel courant du pôle négoce et à l'amélioration du résultat financier.

Soulignons que la société a lancé un profit warning 2 mois après une émission obligataire pour revoir à la baisse ses prévisions de résultat.

- **Label'vie :**

Le Scoring-Gov de Label'vie est de 33 points. Malgré la croissance du chiffre d'affaires et de la marge brute, son REX a enregistré une baisse par rapport à 2011 et 2012 où il a dépassé 160 MDH. Ce repli s'explique principalement par la hausse des charges d'exploitation et des charges d'amortissement liées aux ouvertures des nouveaux magasins durant cette période et n'ayant pas atteint leur régime d'activité normatif.

Quant au résultat non courant il a régressé de 40,4% par rapport à fin 2012 en s'établissant à 40,9 MDH contre 68,6 MDH. Cette variation s'explique principalement par la baisse de 42,6% des produits de cession d'immobilisation liés aux opérations de lease back sur les magasins de Rabat (Zaërs), Settat et Anfa Place pour un montant total de 86 MDH.

En plus de l'augmentation de l'IS, la baisse du REX et du résultat non courant permettent d'expliquer la baisse du RNPG qui n'est pas liée à une baisse de performances opérationnelles.

En 2014, le REX de Label'vie est en nette amélioration et la société demeure engagée dans sa stratégie de renforcement de sa présence sur l'ensemble du territoire national.

Toutefois et afin de concilier entre le financement du développement de son réseau et la rémunération de ses actionnaires, le Groupe a eu recours à la dette, au lease-back ou à la titrisation des 16 actifs restants de Label'vie ce qui l'amène à une situation de surendettement avec un Gearing qui est passé de 8% à 145 % durant la période d'observation. Ceci pourrait se retourner contre la société en période de crise.

La situation (4) fait ressortir que 29% des Emetteurs ayant un Scoring-Gov inférieur à la moyenne réalisent une évolution positive du RNPG entre 2009 et 2013. Ces six Emetteurs ont déjà été analysés du point de vue EBE et REX car ils présentent une évolution positive de ces deux derniers indicateurs. Il s'agit notamment de : Alliances, Unimer, Dar Saada, Addoha, Fertima et Atlanta.

2.5. Analyse croisée de la relation entre le Scoring-Gov et le cours boursier

Tableau VI.2 12 : Scoring-Gov et évolution du cours boursier

		Evolution Cours boursier	
		Evolution positive	Evolution négative
Scoring-Gov 31 Emetteurs Cotés	Scoring-Gov ≥28 (moyenne) 16 Emetteurs	50 % (1) 8 Emetteurs	50 % (3) 8 Emetteurs
	Scoring-Gov < 28 (moyenne) 15 Emetteurs	7 % (4) 1 Emetteur	93 % (2) 14 Emetteurs

Le test de la sous-hypothèse $H2f^{234}$ a porté sur 31 Emetteurs cotés sur un échantillon global de 46 Emetteurs. Les sociétés Jlec et Dar saada sont exclues du test car il s'agit de nouvelles introductions en bourse. Ce test s'avère probant et les résultats se résument comme suit :

La situation (2) montre que 93% des Emetteurs dont le Scoring-Gov est au dessous de la moyenne ont connu un mouvement baissier de leur titre entre 2009 et 2013. Unimer est le seul Emetteur dont le titre s'est apprécié grâce à la montée en puissance de l'une de ses participations (Label'vie). Son rating Gouvernance est juste au dessous de la moyenne (27 point vs une moyenne de 28).

La situation (1) montre que les Emetteurs dont le Scoring-Gov est au dessus de la moyenne ont connu une évolution positive de leur titre entre 2009 et 2013 à l'exception des banques suivantes :

- 1) BMCE dont le titre est passé de 265 à 202 DH. En 2014, il monte à 220 DH ;
- 2) BCP dont le titre est passé de 243 à 194 DH. En 2014, il monte à 213 DH ;
- 3) CIH dont le titre est passé de 315 à 263 DH. En 2014, il revient au niveau de 2009 soit 315 DH ;
- 4) BMCI dont le titre est passé de 925 à 790 DH. Elle a le rating gouvernance le plus faible dans le secteur bancaire et il est juste au niveau de la moyenne ;
- 5) CDM dont le titre est passé de 650 à 577 DH ;

AWB est la seule banque de la place dont le titre s'est apprécié depuis 2009 ce qui confirme sa capacité de résilience face aux chocs exogènes.

RISMA fait également partie des Emetteurs qui ont un Scoring-Gov supérieur à la moyenne et dont le titre a baissé depuis 2009 mais il s'est apprécié en 2014 et dépasse le niveau de 2009. Ceci s'explique par le ralentissement du cycle touristique après le printemps arabe et du fait aussi de l'impact de la crise en Europe. RISMA devrait voir ses indicateurs financiers progresser durant les années à venir, tirant profit de la montée en puissance escomptée des hôtels arrivés à maturité ainsi que de ceux récemment inaugurés

²³⁴ Voir supra p.160.

Soulignons également que la société a connu un changement de son modèle de gouvernance depuis la prise de pouvoir par les institutionnels qui se sont regroupés (45%) rétablissant ainsi une gouvernance équilibrée avec l'actionnaire majoritaire et gérant (groupe Accor)

Par ailleurs, la baisse des cours dans le secteur bancaire s'expliquerait par l'effet de la crise économique dans plusieurs secteurs ce qui a alimenté un climat de suspicion et de réticence des investisseurs autour des bancaires.

En effet, dans un contexte économique difficile, marqué par un assèchement des liquidités, le secteur bancaire Marocain se caractérise, depuis quelques années, par un ralentissement de la croissance des crédits et des dépôts et un essoufflement du rythme d'investissement des projets en raison des difficultés économiques que connaissent certains opérateurs.

En dépit de ce contexte difficile, le groupe Attijariwafa bank a prouvé sa capacité de garantir une croissance soutenue de ses indicateurs et pour cause son positionnement sur le marché Marocain, ses fortes positions à l'international, son plan d'expansion et les niveaux solides de ses ratios de rentabilité représentent, selon Crédit du Maroc Capital²³⁵, des arguments en faveur du groupe.

Par ailleurs, le groupe est doté d'une bonne maîtrise des risques. En effet, il présente un ratio du coût du risque inférieur à la moyenne des autres banques cotées et le coefficient d'exploitation le plus faible de 36.9% à fin 2013, tirant profit de la forte hausse du résultat des opérations de marché

À l'image d'Attijariwafa bank, le groupe BCP, en dépit d'un environnement concurrentiel difficile, et grâce à un réseau d'agences assez développé, souligne Crédit du Maroc Capital, continue à consolider sa position de leader sur le marché Marocain en termes de collecte de dépôts avec une part de marché qui s'établissait à 28,3% à fin Octobre 2013, et se trouvait en 2^e position en termes de distribution de crédits.

Le groupe est bien capitalisé. En effet, BCP demeure conforme au dispositif de Bâle II et continue à afficher des ratios de solvabilité supérieurs aux exigences réglementaires. Au final, le groupe présente une assise financière solide. En effet, le ratio fonds propres en pourcentage

²³⁵Crédit du Maroc Capital , 2015, « Les groupes bancaires subissent, ostensiblement, la montée du coût du risque, Note de recherche, Juillet.

du total bilan reste supérieur à la moyenne des autres banques cotées. Il s'est établi à 10,3% au premier semestre 2013, contre une moyenne de 9,6% pour les autres banques.

3^{ème} acteur du marché bancaire Marocain en termes de collecte de dépôts (14% de PDM) et de distribution de crédits (13,7% de PDM), la filiale bancaire du Groupe FinaceCOM réalise 48% de son PNB par le biais de ses activités à l'international ; BMCE affiche des performances remarquables au niveau de ses résultats annuels 2014. Et c'est ainsi que le groupe panafricain capitalise, en continu, sur le renforcement de sa présence au Maroc ainsi que la poursuite de son développement en Afrique Subsaharienne et en Europe.

BMCI bénéficie d'une structure financière solide et de ratios de rentabilité et de valorisation attractifs. Toutefois, ces aspects sont limités par un environnement concurrentiel qui induit le rétrécissement de la part de marché de la banque en plus de la montée en puissance du coût du risque selon une politique édictée par la maison mère de renforcement du dispositif de gestion des créances en souffrance.

Quant au CIH bank, elle se distingue par le fait que c'est la seule banque qui affiche un coût du risque négatif en 2013 (-30 MDH) grâce aux efforts déployés en matière de recouvrement. Cependant, son bilan reste fortement exposé sur le secteur Immobilier qui représente 74% de l'ensemble des créances consolidées de la banque.

Le groupe CDM fait face à plusieurs difficultés, expliquent les analystes de Crédit du Maroc Capital. Il s'agit d'abord de la décélération de la croissance des crédits et des dépôts au niveau du secteur bancaire Marocain. En effet, à fin Décembre 2013, les crédits bancaires se sont établis à 689,2 MMDH, soit une légère hausse de 2,4%. Aussi, le secteur bancaire se caractérise par une concurrence au niveau local, que ce soit au niveau de la collecte de dépôts ou des octrois de crédits, ce qui a entraîné un resserrement de la marge d'intermédiation globalement. Crédit du Maroc demeure majoritairement tributaire de l'activité au Maroc et présente une activité moins diversifiée, limitant ainsi ses sources de revenus. Par ailleurs, le groupe devrait voir son coût des ressources augmenter à fin 2013, et ceci en raison de la dégradation de la structure des ressources.

En effet, la part des ressources rémunérées s'est établie à 40,1% à fin Juin 2013 contre 38,7% à fin 2012, soit une hausse de 1,4%. Enfin, les résultats du groupe restent impactés par le

niveau élevé du coût du risque. Ce dernier ressort à 1,19% à fin 2012 contre une moyenne pour les banques cotées à 0,61%. Le groupe Crédit du Maroc dispose ainsi du taux d'impayés le plus élevé, comparé à ceux des autres banques cotées.

2.6. Analyse croisée de la relation entre le Scoring-Gov et le ROCE

Tableau VI.2 13 : Scoring-Gov et évolution du ROCE

		Evolution du ROCE	
		Evolution positive	Evolution négative
Scoring-Gov 36 Emetteurs	Scoring-Gov ≥28 (moyenne) 16 Emetteurs	62 % (1) 10 Emetteurs	38 % (3) 6 Emetteurs
	Scoring-Gov < 28 (moyenne) 20 Emetteurs	30 % (4) 6 Emetteurs	70 % (2) 14 Emetteurs

Les situations (1) et (2) corroborent notre hypothèse H2e²³⁶ car 62% des Emetteurs, ayant un Scoring-Gov supérieur à la moyenne autrement dit des pratiques de gouvernance minimalement acceptables, réalisent une évolution positive de leur ROCE entre 2009 et 2013 et inversement 70% des Emetteurs ayant un Scoring-Gov inférieur à la moyenne réalisent une évolution négative de leur ROCE sur la période.

Rappelons à ce niveau que le ROCE traduit la rentabilité créée par les capitaux employés. Son amélioration impliquerait une création de valeur pour les actionnaires et les bailleurs de fond alors que sa baisse traduit plutôt une destruction de valeur.

La situation (3) fait ressortir que 38% des Emetteurs ayant un Scoring-Gov supérieur à la moyenne réalisent une évolution négative du ROCE entre 2009 et 2013. Ces 6 Emetteurs sont :

²³⁶ Voir supra p. 160.

- **Cosumar :**

Le Scoring-Gov de Cosumar est de 39 points et fait partie des 5 Emetteurs les mieux notés. Son modèle de gouvernance est équilibré entre l'actionnaire de référence qui détient moins de 30% (Wilmar) et les institutionnels (39%) qui disposent de plusieurs prérogatives dans le cadre des organes de gouvernance. Le pacte d'actionnaires liant l'actionnaire de référence (Wilmar) et les Investisseurs Institutionnels définit le mode de gouvernance de la société.

Le ROCE de Cosumar passe de 18 à 13% soit une baisse de 27% car l'effet de l'augmentation des capitaux employés / diviseur est plus importante que l'effet de l'amélioration du REX. L'augmentation des capitaux employés s'explique par une augmentation importante des besoins en trésorerie sous l'effet de l'augmentation du BFR.

En effet, la période d'observation est marquée par une forte augmentation du cours de sucre ce qui a impacté le montant et le délai de la compensation et a fait augmenter par conséquent le BFR. L'année 2013 a également été marquée par la hausse du prix du fuel.

Aujourd'hui, la société rentre dans un cycle inverse avec une baisse de l'endettement et une amélioration de sa rentabilité.

- **Centrale laitière :**

Le ROCE de Centrale laitière passe de 32 à 18 % soit une baisse de 44% qui s'explique par la baisse du REX car les capitaux employés sont restés au même niveau durant la période d'observation.

- **Lesieur :**

Le ROCE de Lesieur est resté au même niveau de 13% car le REX baisse de la même manière que les capitaux employés.

- **CGI :**

Le ROCE de CGI passe de 7 à 4 % soit une baisse de 41% qui s'explique par la baisse du REX malgré l'augmentation des capitaux employés pendant la période d'observation.

- **Label' vie :**

Le ROCE de Label'vie passe de 6 à 3% soit une baisse de 48 % car l'effet de l'augmentation des capitaux employés est plus important que l'effet de l'amélioration du REX (n'est pas suffisant : cap employés ont augmenté de 263% alors que le REX n'a augmenté que de 89%). Ceci s'explique par le fait que la société est dans un cycle de croissance et que les nouvelles ouvertures n'ont pas encore atteint le rythme d'activité normatif.

- **Capep :**

Le ROCE de Capep connaît une baisse de 19% car il passe de 6 à 5% du fait que le REX est stable et les capitaux employés n'ont augmenté que de 2%.

La situation (4) fait ressortir que 30% des Emetteurs ayant un Scoring-Gov inférieur à la moyenne réalisent une évolution positive du ROCE entre 2009 et 2013. 5 parmi les 6 Emetteurs ont déjà été analysés du point de vue REX qui présente une évolution positive. Il s'agit notamment de : Unimer, Dar Saada, Mediaco, Fertima et Atlanta.

Le sixième Emetteur est Meditel dont le ROCE reste quasiment stable à 5%. Le ROCE de Méditel est nettement inférieur à celui de Maroc Telecom qui dépasse 30%. Ceci s'explique par plusieurs facteurs endogènes et exogènes : un cycle vie en croissance impliquant des investissements très lourds en infrastructure en plus du coût de la licence payé dès le départ, la bulle Telecom durant la période d'observation du fait de la saturation du marché local et l'absence de relai de croissance en Afrique contrairement à Maroc Telecom dont la contribution des filiales Africaines devient de plus en plus importante.

Etant donné que la société Meditel ne communique pas sur ses pratiques de gouvernance, ce qui représente un dysfonctionnement en soi, son Scoring-Gov de 10 points pourrait ne pas traduire la réalité de ses pratiques de gouvernance.

3. Discussion des résultats avec les experts

3.1 Interprétation du rating gouvernance

Les avis des membres du panel (4 administrateurs, 2 CAC, un représentant d'un institutionnel et un représentant du régulateur) consultés convergent sur le fait que le modèle de rating proposé couvre l'essentiel des bonnes pratiques de gouvernance.

Une attention particulière est donnée aux points suivants :

- **Structure de gouvernance : la formule dissociée**

La Corporate Gouvernance considère qu'afin d'assurer un fonctionnement cohérent de la société anonyme, il faut procéder, à la tête de la société, à une division des fonctions. D'une part la charge de la conduite des affaires sociales, d'autre part, la charge du contrôle de cette gestion, de telle manière à ce qu'aucun organe ne dispose d'un pouvoir de décision illimité. Il s'agit du système dissociatif qui distingue entre la Présidence du Conseil et la Direction de la Société.

Nouvellement introduit par la loi 20-05, il est le résultat normatif de réflexions menées dans le cadre de la Corporate Gouvernance, au sujet de l'effacement des conseils et de leur rôle marginal dans la gouvernance.

Désormais, en matière d'administration des sociétés anonymes, trois formules organisationnelles coexistent : la société avec Conseil de Surveillance et Directoire, la société avec Conseil et Président assumant lui-même la Direction Générale et la société avec Conseil d'Administration d'une part, Président et Directeur Général dissocié d'autre part²³⁷.

Le choix entre fusionner ou dissocier les deux fonctions de Président du Conseil d'Administration et Direction Générale revient au Conseil d'Administration, et non à l'Assemblée d'Actionnaires. Cette faculté ainsi reconnue au Conseil d'Administration vise à répondre à un impératif de souplesse et de fluidité dans la prise de décision. Elle a été, cependant, sévèrement critiquée par la doctrine qui a considéré ce déplacement de la décision de l'Assemblée d'Actionnaires vers le Conseil d'Administration, comme contraire aux

²³⁷ Sbai S. E., 2012, « La société anonyme Marocaine et la Corporate Gouvernance », Thèse de Doctorat, Université Mohamed V, Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales à Rabat, p. 157..

principes de la Corporate Gouvernance marquant encore une fois une transposition passive de la loi Française NRE sur la loi Marocaine 20-05.

Dans la pratique, selon l'un des administrateurs consultés, c'est toujours le Président du Conseil de Surveillance ou du Conseil d'Administration qui prend les décisions importantes. Ainsi, toutes les formes convergent vers la forme PDG. Les PCA qui se limitent à leur fonction légale qui est de veiller au bon fonctionnement du Conseil d'Administration sans s'impliquer dans la direction de la société, s'imposent généralement une autodiscipline. A cet égard, il est essentiel d'observer que l'émergence effective des fonctions de Président du Conseil d'Administration dépendra, en majeure partie, du profil psychologique du personnage désigné à ce poste.

En général, la séparation marche bien dans le cas des partenariats car les fonctions sont réparties dans le cadre d'un pacte d'actionnaires entre les deux partenaires et s'échange de façon tournante. (ex : Lafarge, Sonasid, Lesieur...).

Dans la formule dissociée, le Directeur Général reprend tout le pouvoir exécutif de l'ancien Président Directeur Général. Il tient désormais ce pouvoir de la loi et non d'une délégation du Président. La loi 20-05 permet au Directeur Général de déléguer une partie de ses pouvoirs par l'institution des fonctions nouvelles des Directeurs Généraux Délégués. Leur nomination et révocation se font par le Conseil d'Administration sur proposition du Directeur Général et ils n'ont donc pas le même statut que le Directeur Général.

Selon les membres du panel, la nomination des DGD dans la formule concentrée ne permettrait pas d'assurer l'équilibre des pouvoirs recherché à travers la dissociation entre les fonctions de Présidence du Conseil et de Direction Générale de l'entreprise.

- **Cumul des mandats :**

Le législateur Marocain est silencieux sur la limite du nombre de mandats qu'un administrateur pourrait détenir alors que le Code Marocain de gouvernance recommande d'éviter un cumul de mandats de nature à altérer l'exercice de la fonction des membres de l'organe de gouvernance dans les meilleures conditions. Il recommande aussi d'éviter des mandats réciproques, sauf quand les participations croisées résultant d'une alliance

stratégique effective portée à la connaissance des actionnaires et des associés ou quand les entreprises ont des liens capitalistiques significatifs.

Selon l'Annexe du Code Marocain spécifique aux établissements de crédit, les statuts de l'établissement peuvent prévoir une limite du nombre de mandats qu'un administrateur non exécutif peut cumuler tandis que l'Annexe du Code Marocain spécifique aux établissements publics recommande que chaque représentant de l'Etat ne peut siéger dans plus de sept organes délibérants à la fois, hors comités.

Après avoir limité à 8 puis à 5 le nombre de mandats que peut détenir un même administrateur personne physique, la loi Française a revu à la baisse cette limitation et prévoit un plafond de 3 mandats pour un dirigeant exerçant une fonction exécutive (dont deux fonctions non exécutives) ou de 4 mandats pour tout administrateur (dont 4 fonctions non exécutives) d'un établissement de crédit ou d'une entreprise d'investissement (autres que les sociétés de gestion de portefeuille).

Le nombre de mandats (hors les filiales du même groupe) des administrateurs consultés varient entre cinq et trente mandats.

Certains membres du panel estiment que le nombre de mandat dépend de la taille du groupe, de la structure de l'actionnariat et de la diversité de ses participations. Il arrive qu'un administrateur représentant un grand groupe soit mandaté dans plusieurs filiales « jusqu'à saturation de son plan de charge ». Le cumul des mandats est donc normal dans les grands groupes et il est même apprécié qu'un administrateur ait une implantation sociale plurielle, mais il peut poser un problème dans des situations conflictées ou lorsque le nombre de mandat cumulé dépasse le seuil du raisonnable.

Dans son document de référence, la société Bolloré et Financière de l'Odéa précisent que « l'exercice d'un autre mandat d'administrateur dans une autre société du groupe n'est pas de nature à remettre en cause l'indépendance d'un administrateur. La diversité et la complexité du groupe justifient que des administrateurs puissent être nommés au sein des conseils d'autres entités du groupe afin d'avoir une meilleure connaissance des activités exercées »²³⁸.

²³⁸ AMF, 2014, Rapport de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, p. 64.

Pour les autres membres du panel, il paraît judicieux de limiter le nombre à environ 8 mandats afin de corriger une tendance naturelle qui est très présente dans les Conseils d'Administration des grandes sociétés Marocaines et permettre aux administrateurs d'exercer leurs mandats dans les meilleures conditions en termes d'efficacité et de rétribution.

- **Administrateur indépendant :**

Selon les experts consultés, une des façons de comprendre ce concept est la suivante « Quand le Conseil d'Administration se perd et ne voit pas clair sur certains sujets, il fait appel à des administrateurs indépendants libres de tout conflit d'intérêt ».

Les membres du panel sont unanimes sur l'importance du rôle de l'administrateur indépendant en tant que conseiller qui fait le lien entre les contraintes d'exploitation et l'environnement externe. Il devrait tenir compte des spécificités locales pour adapter la politique de gestion des risques édictée souvent par la maison mère dans le cas des banques en particulier. Il devrait aider la société, le cas échéant, à anticiper le retournement du cycle (cas d'Addoha avec la mise en place du plan génération cash..).²³⁹

La présence des administrateurs indépendants est importante surtout dans les sociétés cotées car c'est eux qui déclenchent les réunions du Conseil d'Administration. Certains experts rajoutent que la présence d'administrateurs représentant uniquement l'actionnaire majoritaire sans aucun partage des pouvoirs avec les institutionnels pourrait conduire à des dérapages (ex : Alliances, Maghreb Steel, Samir...).

Quand ils sont qualifiés et formés, la présence des administrateurs indépendants permet de mieux challenger le management, autrement ce n'est qu'une indépendance marketing qui ne reflète pas la réalité pratique et qui est donc destinée surtout à donner l'illusion de bonne gouvernance .

²³⁹ Hermalin et Weisbach (1988) conclut que l'intégration d'administrateurs externes a tendance à se faire après la réalisation de faibles performances ou le changement de secteur ce qui traduit que lors des transformations stratégiques, des orientations externes sont nécessaires. Varshney P., Kaul V.K. et Vasal V.K., 2012, « Corporate Governance Mechanisms and Firm Performance : A study of select Indian Firms », Working paper, University of Delhi, p.6.

Plusieurs spécialistes du monde des affaires considèrent ainsi « l'absence d'administrateurs indépendants comme un signal négatif envoyé aux investisseurs étrangers et au marché financier » d'autant plus que dans le contexte actuel les investisseurs exigent désormais un contrôle rigoureux de la gestion et veulent une application intégrale des outils de la Corporate Gouvernance (ex : Alliances, Maghreb Steel...). Ces spécialistes observent aussi que « la consécration de l'administrateur indépendant dans une loi, permet de satisfaire les attentes des investisseurs qui notent que les codes incitatifs restent insuffisants »²⁴⁰.

Le représentant du régulateur souligne que la loi est volontairement silencieuse sur certains sujets comme l'administrateur indépendant ou la mixité du genre car elle s'inscrit dans une approche progressive et puis il serait aujourd'hui difficile de trouver des administrateurs indépendants respectant les critères transposés des lois Américaines et Européennes. Il est plutôt nécessaire de réfléchir à des critères réalistes, souples et dynamiques de l'indépendance.

A travers la création de l'IMA « l'Institut Marocain des Administrateurs », l'objectif est de constituer un vivier d'administrateurs formés et agréés et laisser murir.

La question de rémunération a été également soulevée car il est important que les administrateurs indépendants soient rémunérés en contrepartie de la valeur ajoutée qu'ils apportent à la société et afin d'encourager la constitution d'un corps professionnel d'administrateurs et de susciter des vocations pour ce métier.

Bien que définie par de nombreux codes de bonne gouvernance, l'indépendance continue de poser des problèmes importants liés à la complexité et à l'ambivalence du concept.

En effet, tous les auteurs, même les plus fervents défenseurs de l'administration indépendante, s'accordent pour constater le caractère profondément subjectif, contingent et polysémique de l'indépendance car il est vrai qu'avant d'être une aptitude technique, l'indépendance est avant tout une qualité morale découlant d'un état d'esprit et d'une conscience éthique.

²⁴⁰Feugère B., 1999 , « L'indispensable indépendance de l'administrateur de société anonyme », JCP, n°22., Richard B., 2005, « Enjeux et appréciations de l'indépendance des administrateurs », Cahiers de droits de l'entreprise, sept-oct.

- **Comités Spécialisés : Comité d'Audit**

La nouvelle loi sur les sociétés anonyme rend obligatoire pour les sociétés cotées la création des Comités d'Audit et sa responsabilité a été élargie, en particulier à la responsabilité directe du choix, de la désignation, de la rémunération et de l'évaluation des CAC de façon indépendante des dirigeants.

Les experts consultés, estiment que les bonnes pratiques recommandent que ces comités soient composés d'administrateurs indépendants ayant des compétences techniques pour pouvoir challenger et « bousculer » le management. Ils rajoutent que ces comités ont un rôle crucial et pour qu'ils soient efficaces, il faudrait qu'ils soient bien préparés et tenus suffisamment en avance par rapport au conseil ce qui permettrait au Président du comité de remonter au conseil aussi bien les points de vigilance majeurs que les sujets sur lesquels le Conseil d'Administration devrait décider.

En effet, selon l'un des administrateurs consultés « les bonnes pratiques recommandent la transparence sur le parcours professionnel des membres du Comité d'Audit, afin de s'assurer de leur compétence aussi bien financières qu'opérationnelles : il faut être capable de challenger et surtout de comprendre les fondamentaux du métier pour orienter et adresser les points critiques, et identifier les risques les plus importants. »

- **Droits des actionnaires**

Les avis divergent sur les modalités de mise en œuvre du principe de traitement équitable des actionnaires.

La loi sur les sociétés anonymes précise que « les statuts peuvent exiger un nombre minimum d'actions, sans que celui-ci puisse être supérieur à dix, pour ouvrir le droit de participer aux AGO. Les actionnaires qui ne réunissent pas le nombre requis peuvent se réunir pour atteindre le minimum prévu par les statuts et se faire représenter par l'un d'eux »

L'un des administrateurs considère que c'est choquant que les actionnaires doivent détenir un nombre minimum d'actions pour participer à l'AG. L'AG devrait être ouverte à tous les actionnaires quel que soit le nombre d'actions détenu car selon le même administrateur tant

que les actionnaires minoritaires ne sont pas équitablement traités, la confiance dans le marché boursier restera insuffisante.

Un autre administrateur estime que l'intérêt de cette possibilité accordée par le législateur serait d'éviter que les AG ne se remplissent par des actionnaires détenant moins qu'une dizaine d'action ce qui risque de perturber le déroulement des AG. Cependant, les actionnaires minoritaires ont la possibilité de se regrouper et nommer un représentant aux AG. Dans certains pays, les actionnaires minoritaires ont la possibilité de nommer un administrateur indépendant.

Les membres du panel soulignent l'importance du traitement équitable des actionnaires en particulier quand l'actionnariat est éclaté. De la même manière que les bailleurs de fond, les actionnaires minoritaires sont un contre-pouvoir pour les actionnaires majoritaires qui peuvent être à l'origine de scandales financiers (ex : Alliances, Maghreb Steel, Samir...). Lors des AG, les actionnaires doivent exercer leur droit de vote dans le cadre des AG et obtenir toutes les réponses nécessaires à leur question.

- **Diffusion des informations :**

L'AMMC recommande la désignation d'un responsable de communication avec les investisseurs. Les communiqués et l'organisation des réunions de presse et d'analystes pour commenter les résultats des sociétés cotées à la bourse de Casablanca sont devenues une nécessité pour une meilleure transparence du marché financier.

L'AMMC publie en effet, la liste des Emetteurs assidus à la pratique de la communication financière.

Toutefois dans son dernier rapport sur les pratiques de la communication financière des Emetteurs 2012-2013, l'AMMC signale que « les rapports de gestion analysés ne sont pas exhaustifs et se focalisent principalement sur la situation financière de la société et l'analyse de l'activité ». Elle relève que 70% des Emetteurs intègrent une analyse sur les perspectives d'avenir ; mais que la communication sur les risques et les incertitudes demeure modeste (24%).

3.2 Pistes d'analyses complémentaires

De façon plus générale, il faudrait que la communication des outils de bonne gouvernance ne soit pas seulement une action marketing vis-à-vis des investisseurs mais il faudrait qu'elle se traduise par des pratiques sur le terrain et qui s'inscrivent dans une démarche progressive et volontariste dépassant la simple conformité légale.

Concernant la procédure de notation, le représentant de l'AMMC suggère de différencier entre la conformité aux lois et l'adoption des recommandations du Code Marocain pour mieux rétribuer les Emetteurs qui ont une politique volontariste plutôt que conformiste et créer ainsi un nuage de points.

De la même manière que les travaux académiques traitant de notre problématique de recherche, nous pensons qu'il est difficile d'apprécier de façon intuitive le poids de certains critères par rapport à d'autres.

Ensuite, le panel consulté a émis plusieurs remarques sur le choix des indicateurs. Certaines ont été prises en compte dans le protocole de recherche alors que d'autres pourraient faire l'objet de recherches futures. Il s'agit notamment des indicateurs suivants :

- Le cours de l'action transcende la conjoncture car il se projette dans l'avenir.
- La finalité de la gouvernance est la création de valeur pour les actionnaires et par conséquent la distribution des dividendes d'où l'indicateur : ratio dividendes / capitaux propres (Pay-out) qui pourrait faire l'objet de travaux futurs.

D'autres indicateurs de nature boursière ont été suggérés par le panel. Il s'agit notamment de la Market Value Added et le Total Shareholder Return (TSR) qui eux, sont fortement influencés par la conjoncture boursière. La MVA correspond à l'écart entre la somme de la valeur boursière des capitaux propres et de l'endettement net d'une part, et le montant comptable de l'actif économique d'autre part ; Elle s'exprime en unité monétaire. Le TSR s'exprime en pourcentage et correspond conceptuellement à l'addition du taux de rendement de l'action (dividende/valeur de l'action) et du taux de plus-value (plus-value sur la période/valeur initiale de l'action). C'est le taux de rentabilité pour l'actionnaire qui achète ses actions en début de période, touche des dividendes qu'il réinvestit en actions de la même société et revend le tout en fin de période.

Par ailleurs, le panel estime que l'observation sur 5 ans est insuffisante et qu'il faudrait couvrir tout le cycle de vie d'une entreprise qui s'étale au moins sur 10 ans (démarrage, croissance, maturité, déclin ou restructuration) car en phase de croissance par exemple, la constatation des retombées relatives aux investissements engagés se fait dans le futur. A ce titre, le panel recommande d'analyser les performances réalisées en 2014-2015 et même les prévisions 2016-2017.

En résumé, les experts consultés estiment que la gouvernance est fondamentale dans la performance mais il est difficile de la capter en lui donnant une note. Ce n'est pas le seul déterminant car le choix des dirigeants est aussi déterminant. En revanche, quand la gouvernance est mauvaise, la performance est mauvaise.

Conclusion du chapitre VI

Nous avons d'abord analysé le taux de conformité de notre échantillon d'Emetteurs par rapport aux 31 critères de la grille. Il ressort que plus de 80% des Emetteurs de l'échantillon ont un minimum de pratiques acceptables pour un ou plus parmi 14 critères qui comprennent notamment : la dissociation des fonctions ou l'adoption d'une structure duale (83%), la définition du rôle (89%) et de la composition de l'organe de gouvernance en termes de nomination (98%), de taille (98%), et de durée maximum des mandats (93%), de la prédominance des administrateurs externes (87%) et de la diffusion de l'information aux actionnaires et la communication avec le marché (100%). En revanche, moins de 20% ont un minimum de pratiques acceptables pour un ou plus parmi 5 critères qui comprennent notamment la mise en place des outils de gouvernance en termes de règlement intérieur (11%), de charte de l'administrateur (9%), d'évaluation des travaux du conseil (4%) et de communication de la politique de rémunération des principaux dirigeants (0%).

Les résultats obtenus montrent que la plupart des Emetteurs observés se conforment aux exigences légales et adoptent certaines recommandations du Code Marocain relatives notamment au respect des droits des actionnaires et la diffusion de l'information. Aussi, la qualité de la gouvernance des Emetteurs Marocains est influencée plus par le secteur d'activité que par les facteurs endogènes tels que la taille et la structure de propriété.

Ensuite, l'association entre le Scoring-Gov et l'évolution des performances de notre échantillon d'Emetteurs, nous permet de relever des évidences indiquant que les Emetteurs mieux (mal) gouvernés réalisent une évolution positive (négative) de leurs indicateurs de performance comptables et boursiers (EBE, REX, cours boursier, ROCE..). Ces résultats permettent également de corroborer notre troisième hypothèse de recherche qui implique qu'un portefeuille constitué d'Emetteurs dont le rating est supérieur à la moyenne réalise des performances comptables (mesurées par la marge sur EBE, la marge nette et le ROE) supérieures à la moyenne des performances comptables des Emetteurs observés.

Enfin, Nous avons trouvé des évidences qui impliquent que les résultats obtenus sont influencés par d'autres caractéristiques des Emetteurs telles que suggérées par plusieurs auteurs. Il s'agit, notamment, des caractéristiques suivantes : la taille, le secteur d'activité et la structure de propriété...

Tableau VI.2 14 : Récapitulatif de la validation des hypothèses et des Résultats des tests			
Hypothèse	Relation testée	Sens supposé	Résultat
H1	La qualité de la gouvernance des Emetteurs Marocains est influencée par plusieurs facteurs exogènes et endogènes.		Partiellement validée
H1a	L'adoption des principes de gouvernance dépend de la taille des Emetteurs.	+	Partiellement validée
H1b	L'adoption des principes de gouvernance dépend du secteur d'activité des Emetteurs.		Validée
H1c	L'adoption des principes de gouvernance dépend de la structure de propriété des Emetteurs (actionnaire majoritaire, institutionnel, flottant...).	+	Non validée
H2 (Lien Central)	La qualité de la gouvernance (Scoring-Gov) des Emetteurs Marocains – évolution des indicateurs de performance comptable et boursière.	+	Validée
H2a	La qualité de la gouvernance (Scoring-Gov) des Emetteurs Marocains – évolution du chiffre d'affaires (CA).	+	Validée
H2b	La qualité de la gouvernance (Scoring-Gov) des Emetteurs Marocains – évolution de l'excédent brut d'exploitation (EBE).	+	Validée
H2c	La qualité de la gouvernance (Scoring-Gov) des Emetteurs Marocains – évolution du résultat d'exploitation (REX).	+	Validée
H2d	La qualité de la gouvernance (Scoring-Gov) des Emetteurs Marocains – évolution du résultat net part du groupe (RNPG).	+	Validée
H2e	La qualité de la gouvernance (Scoring-Gov) des Emetteurs Marocains – évolution de la rentabilité sur les capitaux employés (ROCE).	+	Validée
H2f	La qualité de la gouvernance (Scoring-Gov) des Emetteurs Marocains – évolution du cours boursier.	+	Validée

H3	Un portefeuille constitué d’Emetteurs bien gouvernés réalise des performances comptables (mesurées par la marge sur EBE, la marge nette et le ROE) supérieures à la moyenne des performances comptables des Emetteurs observés.	+	Validée
H4 (Modération)	La relation entre la gouvernance et la performance comptable et boursière des Emetteurs Marocains est impactée par plusieurs facteurs endogènes et exogènes à ces Emetteurs.		Partiellement validée
H4a	La taille qui a un effet sur la relation entre la gouvernance et la performance.	+	Partiellement validée
H4b	Le secteur d’activité qui a un effet sur la relation entre la gouvernance et la performance.		Validée
H4c	La structure de propriété qui a un effet sur la relation entre la gouvernance et la performance.		Partiellement validée

Conclusion de la deuxième partie

Nous avons justifié la posture positiviste associée à un mode de raisonnement hypothético-déductif et une démarche quantitative. Ces choix épistémologiques nous permettent de déterminer notre protocole de recherche qui délimite le terrain d'observation, détaille la construction de la grille nécessaire à l'évaluation de la qualité de gouvernance ainsi que la procédure de notation des Emetteurs visant à construire la variable explicative, et justifiant enfin le choix des variables à expliquer et la procédure de collecte des données

L'évaluation de la qualité de la gouvernance par rapport aux critères de la grille définie nous permet de constater que les critères réglementaires sont mieux appliqués que ceux qui découlent des recommandations des codes et que les secteurs qui ont le meilleur rating sont : les banques et les sociétés de financement, l'agroalimentaire et les Holding. Aussi, la qualité de la gouvernance des Emetteurs Marocains est influencée plus par le secteur d'activité que par les facteurs endogènes tels que la taille et la structure de propriété.

Ensuite, l'analyse de la relation empirique entre la Corporate Gouvernance et la performance comptable et boursière de notre échantillon d'Emetteurs nous permet de constater des corrélations intéressantes entre le Scoring-Gov et l'évolution des indicateurs de performance comptables suivants : EBE, REX et ROCE. Le Scoring-Gov présente également un lien significatif avec les indicateurs boursiers mesurés par l'évolution de la capitalisation boursière et du cours boursier.

Conscients du fait que notre modèle n'est pas parfait et qu'il n'a donc pas la prétention de s'appliquer à toutes les situations, nous avons toutefois analysé les situations où certains Emetteurs réfutent notre hypothèse de recherche. Les résultats tendent à corroborer notre hypothèse générale qui implique que les Emetteurs mieux (mal) gouvernés réalisent une évolution positive (négative) de leurs indicateurs de performance financiers et boursiers (EBE, REX, ROCE, cours boursier..).

Nous avons également trouvé quelques évidences à creuser, qui impliqueraient que la relation entre la Corporate Gouvernance et la performance serait influencée par d'autres caractéristiques des Emetteurs à savoir, la taille, le secteur d'activité et la structure de propriété.

Enfin, la discussion de notre démarche et des résultats obtenus avec des experts fait ressortir plusieurs suggestions. Nous avons tenu compte de certaines dans le déroulement de nos travaux et d'autres feront l'objet d'investigations futures. Ces dernières portent sur : (i) la différenciation en terme de notation entre les pratiques légales et celles recommandées par les codes de gouvernance, (ii) le suivi d'indicateurs de performance plus sophistiqués (EVA, MVA, TSR...) sur un horizon couvrant tout le cycle de vie d'une entreprise qui s'étale au moins sur 10 ans et (iii) l'évaluation de l'impact de la gouvernance actuelle sur les performances futures.

CONCLUSION GENERALE

Nous avons étudié la relation entre la Corporate Gouvernance et la performance d'un échantillon d'Emetteurs Marocains. Pour ce faire, nous avons commencé par parcourir les différents mécanismes de Gouvernance d'entreprises dans le monde, identifié d'une part les courants théoriques dominants permettant d'expliquer nos observation et d'autre part analysé les différentes études empiriques traitant de notre problématique de recherche.

A partir de cette revue de littérature, nous avons formulé nos hypothèses de recherche qui soutiennent que : (i) la qualité de la gouvernance des Emetteurs Marocains est influencée par plusieurs facteurs exogènes et endogènes, (ii) les Emetteurs Marocains bien (mal) gouvernés sont caractérisés par une évolution positive (négative) de leurs indicateurs de performance comptable et boursière et (iii) la relation entre la gouvernance et la performance comptable et boursière des Emetteurs Marocains est impactée par plusieurs facteurs endogènes et exogènes.

Notre protocole de test du modèle défini comprend ainsi la construction d'un Scoring-Gov constitué de 31 critères de gouvernance traduisant l'équilibre des pouvoirs entre les actionnaires et les dirigeants à travers un outil essentiel qui est l'organe de gouvernance. Les 31 sont regroupés en 8 catégories représentant l'essentiel des obligations réglementaires et des recommandations des codes Marocains de bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise en se focalisant sur les pratiques relatives, notamment aux Conseils d'Administration, aux droits des actionnaires et à la diffusion de l'information.

Les résultats obtenus traduisent dans un premier temps, un certain état de gouvernance des Emetteurs Marocains qui s'inscrivent dans une démarche progressive d'adoption des standards de gouvernance, privilégiant la conformité légale aux recommandations des Codes Marocains alignés sur les bonnes pratiques internationales et que les secteurs qui ont le meilleur rating sont : les Banques et les Sociétés de Financement, l'Agroalimentaire et les Holding. Aussi, la qualité de la gouvernance des Emetteurs Marocains est influencée plus par le secteur d'activité que par les facteurs endogènes tels que la taille et la structure de propriété.

Ensuite, l'analyse de la relation empirique entre la Corporate Gouvernance et la performance comptable et boursière de notre échantillon d'Emetteurs nous permet de relever des évidences indiquant que les Emetteurs mieux (mal) gouvernés réalisent une évolution positive (négative) de leurs indicateurs de performance comptables et boursiers (EBE, REX, cours boursier,

ROCE..). Ce constat est cohérent avec le postulat classique qui considère qu'une meilleure Corporate Gouvernance est liée à une meilleure performance et que par conséquent, les entreprises mieux gouvernées surperforment par rapport à celles moins bien gouvernées.

En revanche, en raison de l'insuffisance des données disponibles (taille de l'échantillon, horizon d'évaluation de la gouvernance) qui ne permet pas d'utiliser des modèles d'analyse sophistiqués (régression OLS, analyse multivariée..), nous ne pouvons conclure d'une relation de causalité ni même affirmer de combien la Corporate Gouvernance impacte la performance et que c'est valable dans tous les cas. Nous pouvons soutenir toutefois que le cercle vertueux entre ces deux concepts tel que démontré par la doctrine étrangère est applicable au contexte Marocain et ce malgré ses spécificités culturelles et économiques. Nous avons également trouvé des évidences qui impliquent que les résultats obtenus sont influencés (driven) par d'autres caractéristiques des Emetteurs telles que suggérées par plusieurs auteurs. Il s'agit, notamment, des caractéristiques suivantes : le secteur d'activité, la taille, la structure de propriété...

En tout état de cause, les résultats de nos travaux de recherche sont importants pour les chercheurs qui voudraient investiguer ces liens plus en profondeur. Ils sont également importants pour les investisseurs, les régulateurs et les décideurs politiques qui défendent des vertus de la Corporate Gouvernance autre que la performance, à savoir : l'équité et la transparence.

Des recherches académiques ultérieures pourraient s'interroger sur les critères de la Corporate Gouvernance qui impactent le mieux la création de valeur pour les actionnaires, Autrement dit qui jouent un rôle clé dans la relation entre la Corporate Gouvernance et la création de valeur pour les actionnaires. La création de valeur pourrait ainsi être mesurée sur un horizon plus large par des indicateurs plus robustes qui seraient notamment : l'EVA, le TSR, le ratio dividende / capitaux propres ...

En effet, certains critères de gouvernance pourraient s'avérer contre productifs ou le résultat endogène d'autres critères (Bedchuck, Cohen et Ferrel, 2004). Les actionnaires devraient donc se focaliser sur les principes de gouvernance qui impactent vraiment la création de valeur « less can be more ».

Enfin, la présente étude considère l'impact de la Corporate Gouvernance sur la performance, mais les structures de gouvernance pourraient aussi être déterminées par la performance de l'entreprise car le fonctionnement et la composition du Conseil d'Administration pourraient changer suite aux faibles performances réalisées. Par conséquent, l'impact de la performance sur la Corporate Gouvernance présente également un champ de recherche à investiguer.

BIBLIOGRAPHIE

Thèses de Doctorat :

Abarar I., 2012, « de la coexistence entre l'orientation stratégique et l'orientation marché en entreprise », Université Montesquieu – Bordeaux IV.

Sbai S. E., 2012, « La société anonyme Marocaine et la Corporate Gouvernance », Thèse de Doctorat, Université Mohamed V, Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales à Rabat.

Tounés A., 2003, « L'intention entrepreneuriale, Une recherche comparative entre des étudiants suivant des formations en entrepreneuriat (bac+5) et des étudiants en DESS CAAE », Université De Rouen, Faculté de Droit, des Sciences Economiques et de Gestion, Institut d'Administration des Entreprises.

Articles de recherche :

Adjaoud F., Zeghal D. et Andaleeb S., 2007, « The Effect of Board's Quality on Performance : a study of Canadian firms », Journal compilation, vol.15, n°4, July.

Aggarwal R., Erel I. et Ferreira M., Matos P., 2011, « Does governance travel around the World ? Evidence from institutional investors », Journal of Financial Economics, vol.100, n°1, Avril, p. 154-181.

Aggarwal R., Erel I., Stulz R. M. et Williamson R., 2007, « Do US Firms have the best Corporate Governance? A cross-country examination of the relation between Corporate Governance et shareholder wealth », Working Paper, Cambridge University.

Agrawal A. et Chadha S., 2005, « Corporate governance and accounting scandals », Journal of Law and Economics, Avril.

Alchian A.A. et Demsetz H., 1972, « Production, Information Costs, and Economic Organization », American Economic Review, vol. 62, n° 5, p. 777-795.

Ammann M., Oesch D., Schmid M M., 2010, « Corporate Governance and Firm Value : International Evidence », University of St.Gallen.

Anderson R.C. et Reeb D.M., 2003, « Founding-family ownership and firm performance : Evidence from the S & P 500 », *Journal of Finance*, vol. 58, n° 3, Juin , p. 1301-1328.

Anderson R., Mansi S. et Reeb D., 2004, « Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt », *Journal of Accounting and Economics*, September, p. 315-342.

André P. et Schiehl E., 2004, « Systèmes de gouvernance, actionnaires dominants et performance future des entreprises », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 7, n° 2, Juin, p. 165-193.

Andres P., Azofra, V. et Lopez, F., 2005, « Corporate boards in OECD Countries : size, composition, functioning and effectiveness », Blackwell Publishing Ltd, vol.13, n° 2, Mars.

Anand A., 2013, « The value of Governance », Working Paper, The program on Ethics in Law and Business, University of Toronto.

Arnott R., et Asness C., 2003, « Surprise! Higher dividends = Higher earnings growth », *Financial Analysts Journal*, n° 59, (January/February), p. 70-87.

Ashbaugh H., Collins D. et LaFond R., 2004, « The effects of corporate governance on firms' credit ratings », Working Paper, University of Iowa.

Ashbaugh H., Lafond R., et Mayhew B., 2003, « Do non-audit services compromise auditor independence? », *Further evidence Accounting Review* , n°78, July, p. 611-639.

Baker G.P., Jensen M.C. et Murphy K.J., 1988, « Compensation and Incentives : Practice vs. Theory », *Journal of Finance*, vol. 43, n° 3, July, p. 593-616.

Barber B. et Lyon J., 1996, « Detecting long-run abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics », *Journal of Financial Economics*, n° 41, July, p. 359-399.

Barberis N., Shleifer A. et Vishny R.W., 1998, « A model of investor sentiment. Journal of Financial Economics », 49, p.307-343.

Bauer R., Frijns B., Otten R. et Tourani-Rad A., 2008, « The impact of corporate governance on corporate performance : evidence from Japan », Pacific-Basin Finance Journal, n°16, p. 236-251.

Bauer R., Guenster N. et Otten R., 2004, « Empirical evidence on corporate governance in Europe. The effect on stock returns, firm value and performance », Journal of Asset Management, Août 2004, vol. 5, no 2, Août, p. 91 à 104.

Baysinger B. et Butler H., 1985, « Corporate governance and board of directors : Performance effects of changes in board composition », Journal of Law, Economics and Organization, n°1, Spring, p. 101-124.

Bebchuk L., Cohen A. et Ferrell A., 2009, « What matters in corporate governance ? », Review of Financial Studies, Février, vol. 22, no 2, p. 783-827.

Bebchuk L. et Cohen A., 2004, « The costs of entrenched boards », NBER Working Paper, n°10587.

Bebchuk L., Cohen A et Wang C. C.Y., 2010, « Learning and The Disappearing Association Between Governance and Returns », Working Paper, Cambridge.

Benali D., 2001, « La petite et moyenne entreprise au Maroc », Fedirico caffè centre research, Rapport n°6.

Bergstresser D., Desai M. et Rauh J., 2004, « Earnings manipulation, pension, assumptions and managerial investment decisions », Working Paper, Harvard University.

Berle A.A. et Means G., 1932, « The Modern Corporation and Private Property », Macmillan, New York.

Bhagat S. et Black B., 2002, « The non-correlation between board independence and long-term firm performance », *Journal of Corporation Law*, n° 27, Mars, p. 231-274.

Bhagat S. et Bolton B. J., 2007, « Corporate Governance and Firm Performance », Working paper, Leeds School of Business, University of Colorado.

Bhagat S., Bolton B. J. et Romano R., 2007, « The Promise and Peril of Corporate Governance Indices », Law Working Paper.

Bhattacharya U. et Dittmar A., 2002, « Costless versus costly signaling in capital Markets : Theory and evidence from share repurchases », Working Paper, Indiana University.

Black B S., Kim W., Jang H. et. Park K S., 2010, « How Corporate Governance Affects Firm Value : Evidence on Channels from Korea », Working Paper, n°9-23, Northern University School of Law.

Black B., 2001, « The corporate governance behavior and market value of Russian firms », *Emerging Markets Review*, vol. 2, no 2, p. 89-108.

Becker B., Bergstresser.D et Subramanian G., 2012, « Does Shareholder Proxy Access Improve Firm Value? Evidence from the Business Roundtable », Challenge Working Paper.

Botosan C. et Plumlee M., 2001, « Stock option expense : The sword of Damocles revealed », *Accounting Horizons*, n° 15, December, p. 311-327.

Boufous Y. et Iraqui S., 2010, « Le nouveau visage du capitalisme marocain », *Economie et Entreprise*, Janvier.

Bowen R., Rajgopal S. et Venkatachalam M., 2004, « Accounting discretion, corporate governance and firm performance », Working Paper, University of Washington.

Brickley J., Coles J. et Terry R., 1994, « Outside directors and the adoption of poison pills », *Journal of Financial Economics*, n°35, June, p. 371-390.

Brown L. D. et Caylor M. L., 2004, « Corporate Governance and Firm Performance », Working Paper, Georgia State University.

Brunner K., 1984, « The Perception of Man and the Conception of Society : Two Approaches to Understanding Society », *Economic Inquiry*, vol. 25, n° 3, Juillet.

Brunner K. et Meckling W.H., 1977, « The Perception of Man and the Conception of Government », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 9, p. 70-85.

Byrnes N., Dwyer P., Henry D et Thornton E., September 22, 2003 , « Reform: Who's making the grade ; A performance review for CEOs, boards, analysts, and others », *Business Week*.

Caby J. et Hirigoyen G., 2014, « Création de valeur et gouvernance de l'entreprise », *Economica*, n°4.

Charreaux G., 1998, « La théorie positive de l'agence : lecture et relectures... », IAE Dijon-Crego / Latec.

Charreaux G., 2000, « La théorie positive de l'agence : positionnement et apports », *Revue d'économie industrielle*, n° 92, 2e et 3e Trimestres 2000, p. 193-214.

Charreaux G., 2001, « L'approche économico-financière de l'investissement », in G. Charreaux (coord.), *Images de l'investissement – Au-delà de l'évaluation financière : une lecture organisationnelle et stratégique*, Vuibert, p. 13-60.

Charreaux G., 2003, « Michael C. Jensen : le pionnier de la finance organisationnelle », in M. Albouy (coord.), *Les grands auteurs en finance*, Editions EMS, p. 121-145.

Charreaux G., 2004, « Les théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux », *Cahier du FARGO – Centre de recherche en Finance, architecture et gouvernance des organisations*, n° 1040101.

Charreaux G., 2005, « Les grands auteurs en théorie des organisations : Michael Jensen : la théorie positive de l'agence et ses applications à l'architecture et à la gouvernance des Organisations », Cahier du FARGO – Centre de recherche en Finance, architecture et gouvernance des organisations, n° 1041203.

Chatelin C. et Trébucq S., 2003, « Stabilité et évolution du cadre conceptuel en gouvernance d'entreprise : un essai de synthèse. Communication pour les neuvièmes journées d'histoire de la comptabilité et du management », Jeudi 20 et Vendredi 21 Mars.

Christoffersen S., Geczy C., Musto D. et Reed A., 2004, « How and why do investors trade votes, and what does it mean? », Working Paper, University of Pennsylvania.

Copeland T., Koller T. et Murrin J., 2000, « Valuation : Measuring and managing the value of companies », (John Wiley and Sons, Inc.).

Core J., Holthausen R. et Larcker D., 1999, « Corporate governance, chief executive compensation, and firm performance », Journal of Financial Economics, n°51, Mars, p. 371-406.

Core J., Guay W. et Rusticus T., 2004, « Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and analysts expectations », Working Paper, University of Pennsylvania.

Cozian M., Viandier A. et Deboissy F. , Droit des sociétés, 15^{ième} édition, Paris, Litec, 2002.

Cremers K. J. M., et Nair V. B., 2003, « Governance mechanisms and equity prices », Working Paper, Yale University.

Cremers M. et Ferrell A., 2014, « Thirty years of shareholders rights and firm value », Journal of Finance, vol. 69, no 3, Juin, p. 1167-1196.

Cuñat V., Gine M. et Guadalupe M., 2012, « The vote is cast : The effect of corporate governance on shareholder value », Journal of Finance, vol. 67, no 5, Octobre, p.1943-1977.

DeFond M., Hann R. et Hu X., 2004, « Does the market value financial expertise on audit committees of boards of directors? », Working Paper, University of Southern California.

Delga J., 2005, « De l'inexistence juridique de l'administrateur indépendant en France aux risques encourus », Cahiers de Droit de l'Entreprise, Sept-Oct, n°5, p. 41.

Demsetz H., 1983, « The structure of ownership and the theory of the firm », The Journal of Law & Economics, no 26, p. 375-390.

Demsetz H., 1988, « The Theory of the Firm Revisited », Journal of Law, Economics et Organization, vol. 4, p. 141-163.

Demsetz H. et Lehn K., 1985, « The structure of corporate ownership : Causes and Consequences », Journal of Political Economy, 93, December, p.1155-1177.

Dittmar A., 2000, « Why do firms repurchase stock? », Journal of Business, 73, July, p.331-355.

Doidge C., Karolyi G. et Stulz R., 2007, « Why do countries matters so much for corporate governance ? », Journal of Financial Economics, octobre 2007, vol. 86, no 1, p. 1-39.

Donaldson W., 2003, « Congressional testimony concerning the implementation of the Sarbanes-Oxley », Act of 2002.

Drobetz W., Schillhofer A., Zimmermann H., 2003, « Corporate Governance and expected Stock Returns : Evidence from Germany », Finance Working Paper N°11/2003, University of Basel and Otto Beisheim Graduate School of Management (WHU).

Easterbrook F., 1984, « Two agency-cost explanations of dividends. American Economic », review, 74, September, p. 650-659.

Eisenberg T., Sundgren S. et Wells M. T., 1998, « Larger board size and decreasing firm value in small firms », Journal of Financial Economics, 48, 1998, p. 35-54.

El Mernissi M., 1996 , « Rapport introductif », Colloque sur le projet de réforme de la société anonyme, Revue Marocaine de Droit et d'Economie du Développement, n°37, p. 29 et suivante.

Fahlenbrach R., Low A. et Stulz R., 2010, « Why do firms appoint CEOs as outside directors? », Journal of Financial Economics, vol. 97, n°1, Juillet, p. 12-32.

Fama E.F., Fisher L., Jensen M.C. et Roll R., 1969, « The Adjustment of Stock Prices to New Information », International Economic Review, vol. 10, n° 1, February, p. 1-21.

Fama E.F. et Jensen M.C., 1983, « Separation of ownership and control », Journal of Law and Economics, vol.26, June, p. 301-325.

Fama E.F. et Jensen M.C., 1983b, « Agency Problems and Residual Claims », Journal of Law and Economics, vol. 26, June, p. 327-350.

Fama E.F. et Jensen M.C., 1985, « Organizational Forms and Investment Decisions », Journal of Financial Economics, vol. 14, p. 101-119.

Fenn G. et Liang N., 2001, « Corporate payout policy and managerial stock incentives », Journal of Financial Economics, 60, April, p.45-72.

Feugère B., 1999, « L'indispensable indépendance de l'administrateur de société anonyme », JCP, n°22.

Fich E. et A. Shivdasani., 2004, « The impact of stock-option compensation for outside directors on firm value », Journal of Business.

Forget N., 2014, « Malaise au Conseil ou les effets pervers de l'obligation de divulgation en matière de rémunération », Note d'allocation pour un colloque sur la gouvernance.

Fosberg R., 1989, « Outside directors and managerial monitoring », Akron Business and Economic Review, 20, Juillet, p. 24-32.

Frankel R., Johnson M. et Johnson K., 2002, « The relation between auditors' fees for non-audit services and earnings management », *Accounting Review*, 77.

Fransman M., 1998, « Information, Knowledge, Vision and Theories of the Firm », in G. Dosi, D.J. Teece et J. Chitry, *Technology, Organization and Competitiveness – Perspectives on Industrial and Corporate Change*, Oxford University Press, p. 147-191.

Ginglinger É., 2012, « Quelle gouvernance pour créer de la valeur? », *Revue d'économie financière*, n°106, Juin, p.227-242.

Godard L., 2001, « La taille du Conseil d'Administration : déterminants et impact sur la Performance », *Cahier du FARGO*, n° 1010702, Juillet.

Gomez P Y., « La théorie des coûts de transaction », Exposé, EM Lyon.

Gompers P. A., Ishii J.L. et Metrick A., 2003, « Corporate Governance and Equity Prices », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n°1, Février, p.107-155.

Gompers P. A. et Lerner J., 1998, « The Determinants of Corporate Venture Capital Success: Organizational Structure, Incentives, and Complementarities », *Working Paper*, Harvard University.

Harbula P., 2004, « Gouvernement d'entreprise – Structure actionnariale et création de valeur », *Échanges*, n° 211, Juin.

Hermalin B. et Weisbach M., 1991, « The effects of board composition and direct incentives on firm performance », *Financial Management*, 20, Winter, p.101-112.

Hermalin B. et Weisbach M., 2003, « Board of directors as an endogenously determined Institution : A survey of the economic literature », *Economic Policy Review* 9, April, p.7-26.

Hermalin B. et Weisbach M., 2012, « Information disclosure and Corporate Gouvernance », *Journal of Finance*, vol. 67, n°11, Février, p. 195-233.

Holmstrom B. et Kaplan S., 2001, « Corporate governance and merger activity in the United States : Making sense of the 1980s and 1990s », *Journal of Economic Perspectives*, 15, Spring, p. 121-144.

ISS Corporate Governance., 2003, « Best Practices User Guide & Glossary », Rockville, MD.

Jeffers E et Plihon D., « Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises », Université Paris VIII.

Jensen M.C., 1968, « The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964 », *Journal of Finance*, vol. 23, n° 2, May, p. 389-416.

Jensen M.C., 1979, « Toward a Theory of the Press », in K. Brunner (ed.), *Economics and Social Institutions*, Martinus Nijhoff Publishing Company.

Jensen M.C., 1983, « Organization Theory and Methodology », *Accounting Review*, vol. 58, April 1983, p. 319-339.

Jensen M.C., 1984, « Takeovers: Folklore and Science », *Harvard Business Review*, November-December.

Jensen M.C., 1986a, « The Agency Costs of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, n° 2, May.

Jensen M.C., 1986b, « The Takeover Controversy: Analysis and Evidence », *The Midland Corporate Finance Journal*, Summer.

Jensen M.C., 1989a, « Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 2, n° 1, Spring, p. 35-44.

Jensen M.C., 1989b « Eclipse of the Public Corporation », *Harvard Business Review*, September-October.

Jensen M.C., 1991, « Corporate Control and the Politics of Finance », *Journal of Applied Corporate Finance*, Summer, p. 13-33.

Jensen M.C., 1993, « The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems », *Journal of Finance*, vol. 48, n° 3, July, p. 831-880.

Jensen M.C., 1994, « Self-Interest, Altruism, Incentives, and Agency Theory », *Journal of Applied Corporate Finance*, Summer, vol. 7, n° 2.

Jensen M.C., 1998, « Foundations of Organizational Strategy », Harvard University Press.

Jensen M.C., 2001, « Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 14, n° 3, Fall, p. 8-21.

Jensen M.C., 2003, « Paying People to Lie : The Truth about the Budgeting Process », *European Financial Management*, vol. 9, p. 379-406.

Jensen M.C., 2004, « The Agency Costs of Overvalued Equity and the Current State of Corporate Finance », *European Financial Management*, vol. 10, n° 4, p. 549-565.32

Jensen M.C. et Fuller M.C., 2003, « What's a Director to Do ? », in *Best Practices : Ideas and Insights from the World's Foremost Business Thinkers*, Cambridge, MA : Perseus Publishing and London, Bloomsbury Publishing.

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, October, p. 305-360.

Jensen M.C. et Meckling W.H., 1979, « Rights and Production Functions : An Application to Labor-Managed Firms and Codetermination », *Journal of Business*, vol. 52, n° 4, p. 469-506.

Jensen M.C. et Meckling W.H., 1983, « Corporate Governance and 'Economic Democracy': An Attack on Freedom », in C.J. Huizenga (ed.), *Corporate Governance: A Definite Exploration of the Issues*.

Jensen M.C. et Meckling W.H., 1986, « Divisional Performance Measurement », Harvard Colloquium on Field Studies in Accounting, June 18-20, in M.C. Jensen, Foundations of Organizational Strategy, Harvard University Press, 1998, p. 345-361.

Jensen M.C. et Meckling W.H., 1992, « Specific and General Knowledge, and Organizational Structure », in L. Werin et H. Wijkander (eds), Contract Economics, Blackwell, p. 251-274.

Jensen M.C. et Meckling W.H., 1994, « The Nature of Man », Journal of Applied Corporate Finance, Summer, p. 4-19.

Jensen M.C. et Meckling W.H., 1998, « Coordination, Control and the Management of Organizations : Course Notes », Harvard Business School Working Paper #98-098, April 20, 1998.

Jensen M.C. et Murphy K.J., 1990a, « Performance Pay and Top Management Incentives », Journal of Political Economy, April, p. 225-265.

Jensen M.C. et Murphy K.J., 1990b, « CEO Incentives : It's Not How Much You Pay, But How », Harvard Business Review, n° 3, May-June, p. 138-153.

Jensen M.C. et Murphy K.J., 2004, « Remuneration : Where we've Been, how we Got to here, what Are the Problems, and how to Fix them », European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper, n° 44/2004, July.

Jensen M.C. et Ruback R.S., 1983, « The Market for Corporate Control : The Scientific Evidence », Journal of Financial Economics, vol. 11, n° 1-4, April.

Jensen M.C. et Smith C.W., 1984, « The Theory of Corporate Finance : A Historical Overview », in M.C. Jensen et C.W. Smith, Jr. (eds.), The Modern Theory of Corporate Finance, p. 2-20.

John K. et Senbet L. W., 1998, « Corporate governance and board effectiveness », Journal of Banking & Finance, 22, May, p. 371-403.

Jong A., DeJong D V., Mertens G., Wasley C E., 2004, « The role of self-regulation in Corporate Governance : Evidence and Implications from Netherlands », Working Paper, Erasmus University Rotterdam.

Kaplan S. et Zingales L., 1997, « Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? », *Quarterly Journal of Economics*, n°12, February, 169-216.

Kim J. B., Li Y. et Zhang L., 2011, « CFOs versus CEOs : Equity incentives and crashes », *Journal of Financial Economics*, vol. 101, n°3, Septembre, p. 713-730.

Kinney W., Palmrose Z. et Scholz S., 2004, « Auditor independence, non-audit services, and restatements : Was the U.S. government right? », *Journal of Accounting Research*, n° 42, June, p.561-588.

Klausner M., 2013, « Fact and Fiction in Corporate Law and Governance », *Stanford Law Review*, p.1325-1370.

Klein A., 2002, « Audit committee, board of director characteristics, and earnings Management », *Journal of Accounting and Economics*, 33, Août, p. 375-400.

Klein O., 2010, « L'évolution du principe et de la pratique de la gouvernance d'entreprise à travers les différents âges du capitalisme », *Le Blog note d'Oliver Klein*, Janvier.

Kolsi M. et Ghorbel H., 2011, « Effet des mécanismes de gouvernance sur la performance financière et boursière : cas des entreprises canadiennes », *Recherche en comptabilité et finance*, n°6.

Langlois R.N., 1998, « Rule-following, Expertise, and Rationality : A New Behavioral Economics ? », in K. Dennis (ed.), *Rationality in Economics : Alternative Perspectives*, Dordrecht : Kluwer Academic Publishers, p. 57-80.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R.W., 1998, « Law and finance », *Journal of Political Economy*, vol. 106, n° 6, décembre, p.1133 à 1155.

La Porta R, Lopez-de-Silanes F et Shleifer A., 1999, « Corporate Ownership Around the World », *The Journal of Finance*, p.471-517.

Larcker D. F., Richardson S. A. et Tuna I., 2004, « How important is corporate governance? », Working Paper, University of Pennsylvania.

Larcker D. F., Richardson S. A. et Tuna I., 2007, « Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance », Working Paper, Stanford University.

Larcker D. F. et Richardson S. A., 2004, « Fees paid to audit firms, accrual choices, and corporate governance », *Journal of Accounting Research*, 42, June, p.625-658.

Larcker D. F. et Tayan B., 2012, « Is A Powerful CEO Good Or Bad For Shareholders? », Stanford closer look series

Lazear E.P., 1998, « Personnel Economics for Managers », John Wiley & Sons.

Lebègue D., 2006, Président de l'IFA, « Conseil d'Administration : comment développer sa valeur ajoutée ? », *Le Journal du Management*, Novembre.

Leblanc R. et Gillies J., 2003, « The coming revolution in corporate governance », *Ivey Business Journal*, 68, September-October, p.1-11.

Le Fur Y. et Quiry P., 2012, « Quelques réflexions sur la rémunération des dirigeants », *La Lettre Vernimmen.net*, Mars 2012, n° 106, mars, p. 1-4.

Lehmann E. et Weigand J., 2000, « Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany », *European Finance Review*, 4, p.157–195.

Lipton M. et Lorsch J., 1992, « A modest proposal for improved corporate governance », *Business Lawyer*, 59, November, p.59-77.

Louizi A., 2007, « Les pratiques de gouvernance et la performance des entreprises Françaises », XVIème Conférence Internationale de Management Stratégique, Montréal, 6-9 Juin.

Maher M. et Andersson T., 1999, « Corporate Governance : Effects on Firm Performance and Economic Growth », OECD.

Manesme A., 2005, « Légitimité et professionnalisme de l'administrateur », cahiers de droit de l'entreprise, n°5, Sept-Oct.

Massie J A ., 2011, « Responsabilité des administrateurs pour améliorer la gouvernance », lettre de l'AFGE, n°26, 1er trimestre.

Masulis R. et Mobbs S., 2011, « Are all inside directors the same ? Evidence from the external directorship market », Journal of Finance, vol. 66, n°3, Juin, p. 823-872.

Mayer C., 1996, « Gouvernement d'entreprise, concurrence et performance », Revue Economique, Vol.2, n°27.

Meckling W.H., 1976, « Values and the Choice of the Model of the Individual in the Social Sciences », Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, Dezember.

Mejdoub I., 2008, « Mécanismes de gouvernance et performance financière des entreprises : un état de l'art », 7ème Colloque International de la Recherche en Sciences de Gestion, Hammamet, les 13, 14 & 15 Mars.

Miller M. et Modigliani F., 1961, « Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares », Journal of Business, October, p. 411-433.

Modigliani F. et Miller M., 1958, « The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment », American Economic Review, June, p. 261-297.

Morck R., Shleifer A. et Vishny R.W., 1988, « Management Ownership and Market Valuation : An empirical analysis », Journal of Financial Economics, March, p.293-315.

Morck R.K. et Steier L., 2005, «The Global History of Corporate Governance-an introduction», Working Paper, Janvier, Cambridge.

Morgan A. et Poulser A., 2001, « Linking pay to performance-compensation proposal in the S & P 500 », Journal of Financial Economics, vol. 62, n° 3, Décembre, p. 489-523.

M'Rabet R., 1986, « Les Groupes d'entreprises au Maroc Emergence, Structures et Stratégies», Iscae.

Naciri A., 2006, « Traité de gouvernance corporative », Les presses de l'université Laval.

Nguyen B. et Nielsen K., « The value of independent directors : Evidence from sudden deaths », Journal of Financial Economics, Décembre 2010, vol. 98, n° 3, p. 550- 567.

North D.C., 2005, « Understanding the Process of Economic Change », Princeton University Press.

Omri A., « Systèmes de gouvernance et performance des entreprises tunisiennes », Revue Française de Gestion, 2003, n°142.

Oukassi M., 1998, « Etude sur le mode de direction des entreprises Marocaines », FSJES, Rabat-Agdal, , Mémoire DES.

Palepu K., Healy P. et Bernard V., 2000, « Business Analysis and Valuation, Using Financial Statements », (South Western College Publications).

Perry T., Peyer U., 2005, « Board seat accumulation by executives : a shareholder's perspective », Journal of Finance, vol. 60, n° 4, août, p. 2083-2123.

Peter K., Shapiro D. et Young J., 2005, « Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value : the Canadian Evidence », Corporate Governance, vol. 13, n°6, p. 769-784.

Randall K. Morck, and Lloyd Steier.,2005, « The Global History of Corporate Governance-an introduction», NBER working paper series.

Randall Morck, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny.,1989, « Alternative Mechanisms for Corporate Control », The American Economic Review, p.842-852.

Randall Morck, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny., 1986, « Management Ownership And Corporate Performance : An Empirical Analysis »,Working Paper.

Rechner P.L. et Dalton D.R., 1991, « CEO Duality and Organizational Performance : A Longitudinal Analysis », Strategic Management Journal n°12.

Reena Aggarwal, Isil Erel, Rene M. Stulz and Rohan Williamson.,2007, « Do U.S. Firms Have The Best Corporate Governance ? A Cross-Country Examination Of The Relation Between Corporate Governance And Shareholder Wealth », Working Paper.

Richard B., 2005, « Enjeux et appréciations de l'indépendance des administrateurs », Cahiers de droits de l'entreprise, sept-oct.

Richard B., Pitray (de) H., 2007, « Président Directeur Général ou Président et Directeur Général », Revue Française de gouvernance d'entreprise, n° 1, p 27 - 34.

Rigar M. et Solhi S., 2008, « Structure du capital et gouvernance des sociétés cotés au Maroc », Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales Marrakech.

Rosenstein S. et J. Wyatt., 1990, « Outside directors: Board independence and shareholder wealth », Journal of Financial Economics,26,August,p.175-191.North Holland

Roth F., 2012, « Les moments de l'administrateur interne indépendant », Conférence internationale de gouvernance, Mai 2012, France.

Shleifer A et Vishny. R.W., 1997, « A survey of Corporate Governance », Journal of Finance, 52, June, p.737-783.

Shome, D.K. Singh, S., 1995, « Firm value and external blockholdings », Financial Management,Vol. 24, n°4, Winter, p.3-14.

Stine, R.A., 1995, « Graphical interpretation of variance inflation factor », *The American Statistician*, 49

Tremblay M., Morneau G. et Pronovost J., 2012, « La nouvelle gouvernance des sociétés d'Etat : une évaluation qualitative », Etude de l'ENAP.

Varshney P., Kaul V.K. et Vasal V.K., 2012, « Corporate Governance Mechanisms and Firm Performance : A study of select Indian Firms », Working paper, University of Delhi.

Vermesse A., 2006, « L'impact de la loi SOX sur les sociétés Françaises », Mémoire Master Management Financier International, ESC Lille.

Watts R.L. et Zimmerman J.L., 1986, « Positive Accounting Theory », Prentice-Hall.

Weir, C., Laing, D., McKnight, P.J., 2002, « An empirical analysis of the impact of Corporate Governance Mecanisms on the performance of UK firms », Working Paper, University of Wales.

Williamson O.E., 1988, « Corporate Finance and Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 43, n° 3, July, p. 567-591.

Wirtz, P., 2004, « Meilleures pratiques de gouvernance, théorie de la firme et modèles de création de valeur : une appréciation critique des codes de bonne conduite », Cahier- 140- du FARGO, n° 1040401. FARGO - Centre de recherche en Finance, Architecture et Gouvernance des Organisations.

Wruck K.H. et Jensen M.C., 1994, « Specific Knowledge, and Total Quality Management », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 18, p. 247-287

Yermack D., 1996, « Higher market valuation for firms with a small board of directors », *Journal of Financial Economics*, 40, February, p.185-211.

Ouvrages :

Batailler V., 2005, **Stock-options. Théorie et pratique**, Economica.

Beaud M., 2006, **L'art de la thèse. Comment préparer et rédiger un mémoire de master, une thèse de doctorat ou tout autre travail universitaire à l'ère du Net**, La découverte

Britel F., 1995, **L'avenir des retraites autonomes**, Edit Consulting.

Bromilow C. L. et Garvey V. E., 2011, **Board Effectiveness: What Works Best**, The Institute of Internal Auditors Research Foundation.

Charreaux, G., 1996, **Vers une théorie du gouvernement des entreprises**, Économica.

Charreaux G. (éd.), 1997, **Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance, théories et faits**, Economica.

Coriat B. et Weinstein.O., 1995, **Les nouvelles théories de l'entreprise**, Le livre de poche.

Ferré G., 2012, **Profession : administrateur**, Éditions du Palio.

Igaliens J. et Point S., 2009, **Vers une nouvelle gouvernance des entreprises**, Dunod.

Lamarque E., 2011, **Gouvernance et prise de décision. Les questions qui dérangent**, Éditions d'Organisation.

L'hélias S., 1997, **Le retour de l'actionnaire, Pratiques du Corporate Governance en France, aux Etats-Unis et en Grande Bretagne**, Gualino.

Martinet A.C et Pesqueux Y., 2013, **Epistémologie des sciences de gestion**, Vuibert.

Parrat F., 2015, **Gouvernance d'entreprise**, Éditions Maxima.

Peyrelevade J., 1999, **Le Gouvernement d'entreprise ou les fondements incertains d'un nouveau pouvoir**, Economica.

Thiétart R. A. et coll., 2007, **Méthodes de recherche en management**, 3ième édition, Dunod.

Vernimmen P., 2016, **Finance d'entreprise**, Dalloz.

Viénot P. et al., **La gouvernance de l'entreprise familiale**, Éditions d'Organisation et IFA, 2007.

Codes, Rapports :

AFEP-AGREF-MEDEF, 2002, « Pour un meilleur gouvernement des sociétés cotés », Rapport du groupe de travail présidé par Daniel Bouton.

AFEP-MEDEF, 2013, Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, Juin.

AFG, 2015, Recommandations sur le gouvernement d'entreprise.

Comité Cadbury, 1992, « Code of Best Practises », Décembre.

Comité Cadbury 2, 1997, « Combined Code on Corporate Governance ».

Comité Greenbury, 1995, « Director's Remuneration ».

EcoDa., 2010, « Corporate governance guidance and principles for unlisted companies in Europe », www.ecoda.org.

Middlenext, 2009, Code de gouvernement d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites, Décembre.

Ministère des affaires économiques et générales et CGEM. , 2008, « Code Marocain de bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise », Mars.

Vienot M., 1995, « Le Conseil d'Administration des sociétés cotées », rapport du comité conjoint CNPF et AFEP présidé par Marc Viénot, Juillet.

Vienot M., 1999, « Rapport du comité sur le gouvernement d'entreprise présidé par M. Marc Viénot », comité conjoint AFEP et MEDEF, Juillet.

Etudes et Enquêtes spécialisées :

AMF, 2014, Rapport 2014 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants.

AMMC, 2009, « Enquête sur les pratiques de gouvernance des sociétés cotées ».

Ernst & Young, 2012, « Panorama des pratiques de gouvernance des sociétés cotées Françaises », 10^{ième} édition.

IFA, 2013, « Structure de gouvernance de l'entreprise : critères de décisions ».

IFA, 2014, « 2003, 2013, 2023, gouvernance d'entreprise en France et en Europe », Administrateur Février, n°27.

IFA, 2013, « Enquête sur les pratiques de gouvernance des sociétés cotées ».

IMA en partenariat avec l'IFC, 2013, « Enquête sur les pratiques de gouvernance des sociétés cotées ».

IMA en partenariat avec Ernst and Young., 2014, « Pratiques des comités d'audit et de la fonction audit interne chez les Emetteurs faisant appel public à l'épargne, les banques et les compagnies d'assurances ».

IMA., 2015, « Transparence et diffusion de l'information non financière des sociétés cotées ».

McKinsey, 2002, Investor Opinion Survey.

Mercer, 2009, « Shedding light on responsible investment : Approches, returns and impacts ».

Rapport Proxinvest, 2013, « Notation Gouvernance CAC 40 – 2013 ».

Rérolle J.-F., Outin-Adam A., 2013, « Vade-mecum de l'administrateur », 3e édition, IFA.

Spencer Stuart, 2013, Board Index.

Notes de recherche et rapports d'analyste :

Attijari Intermédiation., « Le ciment au Maroc : la croissance repose sur des fondations solides », Département Analyse et Recherche.

Attijari Intermédiation., 2012, « Stratégie Actions : Maroc Telecom », Département Analyse et Recherche, Août.

Attijari Intermédiation., 2014, « Stratégie Actions : Secteur Ciment », Département Analyse et Recherche, Mai.

Attijari Intermédiation., 2014, « Jlec : résultats consolidés au S1 2014 », Département Analyse et Recherche, Septembre.

Attijari Intermédiation., 2016, « Groupe Addoha : le test d'endurance en marche », Département Analyse et Recherche, Janvier.

BMCE Capital Research., 2011 , « Label'vie », Flash, Octobre.

BMCE Capital Research., 2012 , « Tour d'horizon Agro alimentaire », Flash, Août.

BMCE Capital Research., 2012, « Samir », Stock Picking, Août.

BMCE Capital Research., 2015 , « Tour d'horizon du secteur Agroalimentaire & Boissons », Flash, Janvier.

BMCE Capital Research., 2015 , « Tour d'horizon du secteur Mines », Flash, Janvier.

BMCE Capital Research., 2015 , « Principales Valeurs Marocaines », Stock Guide, Avril.

CDG Capital Research., 2012, « Secteur immobilier : la reprise s'essouffle », Recherche Actions, Octobre.

CDG Capital Research., 2013, « Paysage obscur incitant à davantage de prudence », Recherche Actions, Octobre.

CDG Capital Research., 2015, « 2015 : l'Afrique gagne du terrain », Recherche Actions, Secteur Telecom, Avril.

CDG Capital Research., 2015, « Une augmentation de capital conséquente reste la meilleure option pour Samir », Recherche Actions, Septembre.

Conseil de la Concurrence., 2013, Rapport Annuel.

Crédit du Maroc Capital., 2015, « Les groupes bancaires subissent, ostensiblement, la montée du coût du risque », Note sur le secteur Bancaires, Juillet.

Observatoire de l'entrepreneuriat, 2011, « secteur Minier », Etude Sectorielle, Novembre.

Observatoire de l'entrepreneuriat, 2012, « Ciment », Note Sectorielle, Avril.

Articles de presse :

FLM.MA Media Internet Maroc : quotidien en Français du 15 décembre 2015 , « Valeur de la semaine : Lesieur ».

L'économiste du 17 décembre 2015, « Alliances attend l'accord des obligataires ».

L'économiste du 17 décembre 2015, « Faute de cash...Maghreb Steel enchaîne les arrangements ».

Medias 24 du 29 décembre 2015, « Alliances confirme la demande de liquidation judiciaire de EMT et annonce des profits en 2016 ».

Medias 24 du 29 décembre 2015, « Samir : Décision le jeudi 31 décembre au tribunal de commerce ».

Schmidt D., 1996, « Finalité du pouvoir dans les sociétés cotées », Les Echos, 31 Janvier.

Sites Web

<http://www.ecgi.org/>

<http://www.nber.org/>

<http://www.ssrn.com>

<http://www.calpers.ca.gov>

<http://www.gsb.stanford.edu/cldr>

<https://www.icgn.org>

<http://www.ifc.org>

<http://www.ifge-online.org>

<http://www.law.harvard.edu>

<http://www.corpgov.deloitte.com>

www.ifa-asso.com

www.institut-administrateurs.ma

TABLES DES MATIERES

REMERCIEMENTS	2
INDEX DES ABREVIATIONS.....	4
DEFINITIONS	6
LISTE DES TABLEAUX.....	8
LISTE DES FIGURES	10
INTRODUCTION GENERALE	11
PREMIERE PARTIE : CORPORATE GOUVERNANCE ET PERFORMANCE, REVUE DE LITTERATURE	19
CHAPITRE I : HISTOIRE DE LA CORPORATE GOUVERNANCE	21
<i>Section I : Gouvernance et structure de propriété dans le monde</i>	<i>22</i>
1. Evolution de la gouvernance à travers les différentes phases du capitalisme..	22
1.1. Le capitalisme familial	24
1.2. Le capitalisme managérial.....	25
1.3. Le capitalisme actionnarial	27
1.4. Le capitalisme institutionnel des années 90	28
2. Pouvoir et limites selon les types d'actionnaire:.....	31
2.1. Les principes juridiques :	31
2.2. Typologie d'actionnariat :	34
3. Structure de propriété et contrôle dans le monde	38
<i>Section II : Des outils de Corporate Gouvernance différents dans des environnements différents</i>	<i>44</i>
1. Systèmes de gouvernance et lois.....	46
1.1. Origines de la loi Sarbanes Oxley Aux USA	46
1.2. En Grande Bretagne, des lois souples	49
1.3. Allemagne, dominance des syndicats	51
1.4. En France, système intermédiaire.....	52
1.5. Au Maroc.....	54
2. Les recommandations : lois, codes, rapports et leur évaluation.....	56
2.1. Structure de gouvernance : dualisme et ses limites.....	57
2.2. Le conseil : Au cœur du système de gouvernance	58
2.3. Les comités spécialisés.....	69
2.4. Les outils consacrés à la gouvernance.....	71
2.5. Droits des Actionnaires	73
2.6. Transparence et diffusion de l'information	73
3. Evaluation des bonnes pratiques de gouvernance :	75
CHAPITRE II : CADRE THEORIQUE	84
<i>Section I : Définition des concepts</i>	<i>85</i>

1.	Gouvernance : une notion protéiforme	85
2.	Création de valeur et indicateurs de performance :	88
2.1.	<i>Les indicateurs de nature comptable :</i>	89
2.2.	<i>Les indicateurs de nature hybride mi-comptables, mi-financiers :</i>	90
2.3.	<i>Les indicateurs de nature financière :</i>	92
2.4.	<i>Les indicateurs de nature boursière :</i>	92
Section II : <i>Gouvernance d'entreprise et les théories de la firme</i>		94
1.	Firme point dans la théorie de l'équilibre économique, firme institution, firme organisation	94
2.	La théorie des coûts de transaction : De Coase à Williamson	99
3.	La théorie des droits de propriété	102
4.	La théorie de l'agence	105
4.1.	<i>Les blocs constitutifs de la théorie positive de l'agence</i>	106
4.2.	<i>Relation d'agence et coûts d'agence</i>	107
4.3.	<i>Théorie de l'agence, architectures et formes organisationnelles</i>	110
4.4.	<i>Apport de la TPA en finance et à la gouvernance des entreprises</i>	112
4.5.	<i>Principales jonctions et explications des théories contractuelles des organisations :</i>	117
CHAPITRE III : RELATION GOUVERNANCE ET PERFORMANCE		121
Section I : <i>Etudes empiriques sur la relation gouvernance performance</i>		122
1.	Evolution de la doctrine étrangère	123
1.1.	<i>Revue des travaux de recherche empiriques</i>	123
1.1.1.	<i>Relation positive entre la Corporate Gouvernance et la performance</i>	126
1.1.2.	<i>Relation ambivalente entre la Corporate Gouvernance et la performance ..</i> <i>.....</i>	135
1.1.3.	<i>Relation de la Corporate Gouvernance et la performance selon une seule dimension</i>	138
1.2.	<i>Revue des études effectuées par des cabinets spécialisés</i>	143
2.	Limite de la doctrine au Maroc :	147
Section II : <i>Modèle explicatif</i>		151
1.	Les types de relation entre les variables d'un modèle	151
2.	Hypothèses de recherche	152
2.1.	<i>Effet des caractéristiques des Emetteurs sur la Corporate Gouvernance</i> <i>.....</i>	153
2.2.	<i>Relation entre la Corporate Gouvernance des Emetteurs et leur performance .</i> <i>.....</i>	155
2.3.	<i>Effet des caractéristiques des Emetteurs sur la relation Corporate Gouvernance et performance</i>	159
DEUXIEME PARTIE : METHODOLOGIE ET RESULTATS DE LA RECHERCHE		165
CHAPITRE IV : POSTURE EPISTEMOLOGIQUE		167
Section I : <i>Les paradigmes épistémologiques</i>		168
1.	La nature de la connaissance dans les différents paradigmes	170
2.	Le chemin de connaissance selon les paradigmes	171

3.	Différents critères de validité de la connaissance	171
<i>Section II : Choix de la posture épistémologique.....</i>		<i>173</i>
1.	Choix de la posture positiviste.....	173
2.	Pourquoi le mode de raisonnement hypothético-déductif ?	174
3.	Choix du dispositif méthodologique : démarche quantitative	178
CHAPITRE V : PROTOCOLE DE L'ETUDE EMPIRIQUE.....		182
<i>Section I : Instrument de mesure et choix des variables</i>		<i>183</i>
1.	Elaboration de la grille de mesure de la qualité de gouvernance	183
1.1.	Structure de gouvernance	186
1.2.	Conseil d'Administration.....	188
1.3.	Administrateur indépendant.....	196
1.4.	Comité d'Audit.....	199
1.5.	Comité des Rémunérations et Nominations	202
1.6.	Outils consacrés à la gouvernance.....	204
1.7.	Droit des actionnaires.....	208
1.8.	Transparence et diffusion de l'information	210
2.	Procédure de notation	216
3.	Choix des indicateurs de performance	217
<i>Section II : Méthode de collecte des données.....</i>		<i>222</i>
1.	Stratégie de constitution de l'échantillon de la recherche	222
2.	Collecte des données statistiques	224
3.	Analyse de la liaison entre les variables	227
4.	Avis des experts.....	229
CHAPITRE VI : RESULTATS DE L'ETUDE EMPIRIQUE.....		232
<i>Section I : Données Statistiques</i>		<i>233</i>
1.	Caractéristiques de l'échantillon	233
2.	Rating gouvernance du panel.....	238
3.	Synthèse du rating gouvernance	249
<i>Section II : Analyse et interprétation des résultats.....</i>		<i>253</i>
1.	Analyse des liaisons.....	253
1.1.	Effet des variables de contrôle sur le Scoring-Gov.....	253
1.2.	Scoring-Gov et performance	257
1.3.	Effet des variables de contrôle sur la relation Scoring-Gov et performance.	262
1.3.1.	Effet de la taille sur la relation entre le Scoring-Gov et la performance ..262	
1.3.2.	Effet du secteur d'activité sur la relation entre le Scoring-Gov et la performance	265
1.3.3.	Effet de la structure de propriété sur la relation entre le Scoring-Gov et la performance	267
2.	Scoring-Gov et performance : Analyse croisée.....	268
2.1.	Analyse croisée de la relation entre le Scoring-Gov et l'évolution de l'EBE	269

2.2.	<i>Analyse croisée de la relation entre le Scoring-Gov et le REX</i>	280
2.3.	<i>Analyse croisée de la relation entre le Scoring-Gov et le CA.....</i>	284
2.4.	<i>Analyse croisée de la relation entre le Scoring-Gov et le RNPG</i>	288
2.5.	<i>Analyse croisée de la relation entre le Scoring-Gov et le cours boursier</i>	291
2.6.	<i>Analyse croisée de la relation entre le Scoring-Gov et le ROCE</i>	295
3.	Discussion des résultats avec les experts	298
3.1	<i>Interprétation du rating gouvernance</i>	298
3.2	<i>Pistes d'analyses complémentaires</i>	305
CONCLUSION GENERALE		309
BIBLIOGRAPHIE		309
ANNEXES		345

ANNEXES

Liste des Annexes

- Annexes I : Principes de l'OCDE*
- Annexe II : Les principes ICGN*
- Annexe III : Travaux de la commission européenne*
- Annexe IV : Grille de mesure de la qualité de la gouvernance*
- Annexe V : Questionnaire semi-directif des Experts*
- Annexe VI : Mail d'accompagnement au questionnaire / experts*
- Annexe VII : Scoring-Gov et variables de contrôle*
- Annexe VIII : Scoring-Gov et indicateurs de performance*
- Annexe IX : Effet de la taille (mesurée par le CA) sur la relation Scoring-Gov & Performance*
- Annexe X : Effet de la taille (mesurée par la capitalisation) sur la relation Scoring-Gov & Performance*
- Annexe XI : Effet du secteur d'activité sur la relation Scoring-Gov & Performance*
- Annexe XII : Effet de la structure de propriété sur la relation Scoring-Gov et Performance*

Annexes I : Principes de l'OCDE

Les pays membres originaires de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE) sont : l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, le Canada, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Islande, l'Italie, le Luxembourg, la Norvège, les Pays-Bas, le Portugal, le Royaume-Uni, la Suède, la Suisse et la Turquie. Les pays suivants sont ultérieurement devenus membres par adhésion: le Japon, la Finlande, l'Australie, la Nouvelle-Zélande, le Mexique, la République tchèque, la Hongrie, la Pologne, la Corée et la République slovaque. La Commission des Communautés européennes participe également aux travaux de l'OCDE

Les principes de l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE) sur le gouvernement d'entreprise, qui constituent une charte commune à tous les États membres, ont été revus une première fois en avril 2004 et plus récemment en 2014.

Alors que de multiples facteurs interviennent dans la gouvernance et les modalités de décision des entreprises et sont importants pour la réussite à long terme de ces dernières, les Principes mis en place par l'OCDE, s'attachent d'abord aux problèmes de gouvernement d'entreprise résultant de la séparation entre propriété et contrôle du capital²⁴¹. Cela étant, l'enjeu ne se situe pas seulement dans les relations entre les actionnaires et les dirigeants des sociétés, même si c'est assurément l'aspect essentiel. Dans certains pays, des problèmes de gouvernance résultent également du pouvoir disproportionné de certains actionnaires de contrôle sur les actionnaires minoritaires. Dans d'autres, les salariés détiennent des droits importants indépendamment de ceux qui leur reviennent en leur qualité de détenteurs du capital.

Le gouvernement d'entreprise est affecté par les relations entre les différents intervenants. Les actionnaires de contrôle, qu'il s'agisse d'individus, de holdings familiales, de participants à des pactes d'actionnaires ou d'autres sociétés agissant par l'intermédiaire d'une holding ou de participations croisées, peuvent exercer une influence significative sur le comportement d'une entreprise. En leur qualité de détenteurs du capital, les investisseurs institutionnels exigent de plus en plus sur certains marchés d'avoir voix au chapitre. Les petits actionnaires ne cherchent généralement pas à exercer leurs droits en matière de prise de décision, mais ils peuvent se

²⁴¹ « Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE » 2004. p.12

montrer très soucieux d'être traités équitablement par les actionnaires de contrôle et par la direction. Les créanciers jouent par ailleurs un rôle important dans un certain nombre de régimes de gouvernement d'entreprise et peuvent servir de « vigie » externe scrutant les résultats de l'entreprise. Les salariés et les autres parties prenantes apportent également une contribution précieuse à la réussite à long terme et aux résultats de l'entreprise, tandis qu'il revient aux pouvoirs publics de tracer le cadre institutionnel et juridique général régissant le gouvernement de l'entreprise.

Les rôles respectifs de ces différents intervenants et leurs relations réciproques varient considérablement au sein des pays de l'OCDE, mais aussi des pays non membres. Ces relations sont en partie déterminées par des lois et des règlements, en partie par des démarches d'adaptation volontaire et surtout par les forces des mécanismes de marché. Le degré de respect par les sociétés de certains principes fondamentaux de bon gouvernement d'entreprise joue un rôle grandissant pour les décisions d'investissement. La relation entre les pratiques de gouvernement d'entreprise et l'internationalisation croissante des investissements revêt également une importance particulière. Les flux internationaux de capitaux permettent aux entreprises de se procurer des fonds auprès d'une population beaucoup plus large d'investisseurs. Pour pouvoir pleinement bénéficier de la mondialisation des marchés de capitaux et attirer des capitaux « patients » à long terme, les pays doivent se doter de régimes de gouvernement d'entreprise crédibles et lisibles à l'étranger et respecter un socle minimum de principes reconnus. Même si les capitaux étrangers ne représentent pas la principale source de financement pour les entreprises, l'adoption de bonnes pratiques de gouvernement d'entreprise contribue à accroître la confiance des investisseurs nationaux, réduit le coût du capital, concourt au bon fonctionnement des marchés de capitaux, et en définitive confère davantage de stabilité aux sources de financement. Il n'existe pas de modèle unique de bon gouvernement d'entreprise.

Néanmoins, les travaux réalisés dans les pays membres ou non membres de l'OCDE ainsi qu'au sein de l'Organisation elle-même ont permis de dégager certains éléments communs qui sont au fondement d'un bon gouvernement d'entreprise. Les Principes s'appuient sur ces éléments communs et sont énoncés de façon à couvrir les différents modèles existants.

Les principes de gouvernement d'entreprise n'ont pas de caractère contraignant et ne contiennent pas de prescriptions détaillées devant être reprises dans chaque législation

nationale ; ils proposent plutôt certains objectifs ou résultats et suggèrent diverses manières de les atteindre. Leur ambition est de servir de référence. Ils peuvent être utilisés par les autorités chargées d'étudier et d'élaborer un cadre juridique et réglementaire de gouvernement d'entreprise qui tienne compte des conditions économiques, sociales, juridiques et culturelles propres à chaque pays. Ils peuvent l'être également par les intervenants sur le marché lorsqu'ils définissent les pratiques qu'ils entendent adopter.

Les principes ont par nature un caractère évolutif et sont appelés à être revus en fonction des changements significatifs du contexte général. Pour rester compétitives dans un monde en mutation constante, les entreprises doivent savoir innover et adapter leurs pratiques de gouvernement d'entreprise afin de pouvoir répondre à de nouvelles attentes et saisir les opportunités qui s'offrent à elles. Les pouvoirs publics, de leur côté, ont la responsabilité importante d'élaborer un régime efficace et suffisamment souple de gouvernement d'entreprise pour permettre au marché de bien fonctionner et de répondre à l'attente des actionnaires et des autres parties prenantes. Il appartient aux pouvoirs publics et aux intervenants sur le marché de décider comment appliquer les Principes de l'OCDE lors de l'élaboration de leur propre dispositif de gouvernement d'entreprise, tout en prenant compte les coûts et avantages de l'adoption d'une approche réglementaire.

Les principes édictés par l'OCDE couvrent les aspects suivants :

- I) Mise en place des fondements d'un régime de gouvernement d'entreprise efficace : Le régime de gouvernement d'entreprise devrait concourir à la transparence et à l'efficacité des marchés, être compatible avec l'état de droit et clairement définir la répartition des compétences entre les instances chargées de la surveillance, de la réglementation et de l'application des textes.
- II) Droits des actionnaires et principales fonctions des détenteurs du capital : Un régime de gouvernement d'entreprise doit protéger les droits des actionnaires et faciliter leur exercice.
- III) Traitement équitable des actionnaires : Un régime de gouvernement d'entreprise doit assurer un traitement équitable de tous les actionnaires, y compris les actionnaires minoritaires et étrangers. Tout actionnaire doit avoir la possibilité d'obtenir la réparation effective de toute violation de ses droits.
- IV) Rôle des différentes parties prenantes dans le gouvernement d'entreprise : Un régime de gouvernement d'entreprise doit reconnaître les droits des différentes

parties prenantes à la vie d'une société tels qu'ils sont définis par le droit en vigueur ou par des accords mutuels, et encourager une coopération active entre les sociétés et les différentes parties prenantes pour créer de la richesse et des emplois et assurer la pérennité des entreprises financièrement saines.

- V) **Transparence et diffusion de l'information :** Un régime de gouvernement d'entreprise doit garantir la diffusion en temps opportun d'informations exactes sur tous les sujets significatifs concernant l'entreprise, notamment la situation financière, les résultats, l'actionnariat et le gouvernement de cette entreprise.
- VI) **Responsabilités du Conseil d'Administration :** Un régime de gouvernement d'entreprise doit assurer le pilotage stratégique de l'entreprise et la surveillance effective de la gestion par le Conseil d'Administration, ainsi que la responsabilité et la loyauté du Conseil d'Administration vis-à-vis de la société et de ses actionnaires.

Annexe II : Les principes ICGN

The International Corporate Governance Network (ICGN) est un réseau réunissant des investisseurs de 45 pays, représentant un montant d'actifs sous gestion de 26 000 milliards de dollars. La mission de l'ICGN est d'élever les standards des pratiques de gouvernance d'entreprise à travers le monde

En effet, Les investisseurs institutionnels basent leurs décisions non seulement sur la situation financière des entreprises mais fondent également leur jugement sur la performance, les perspectives, les risques et la réputation, en étant attentifs à l'ensemble des structures et des pratiques de gouvernance d'entreprise. Les agences de notation intègrent désormais ces dimensions dans leurs critères. Les institutions financières de développement, attachent également une importance croissante à la gouvernance d'entreprise. Les investisseurs individuels y sont aussi de plus en plus sensibilisés, même s'ils n'ont pas toujours les moyens des institutionnels pour traiter et exploiter l'information communiquée. Ainsi, la diffusion d'informations non financières a un double impact sur les prospects d'obtention de capital externe : elle contribue aux décisions d'investissement en outillant les investisseurs et elle envoie le signal fort de bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise.²⁴²

Les Principes ICGN, révisés pour la quatrième fois en juin 2014, après leur première publication en 1995, décrivent les responsabilités du conseil et des actionnaires et visent à renforcer le dialogue entre les deux parties. Compte tenu de la nature même de l'ICGN, réseau regroupant des investisseurs institutionnels d'une soixantaine de pays, les recommandations des Principes sont développées essentiellement du point de vue de l'actionnaire et de l'investisseur institutionnel, tout en considérant les autres parties prenantes. Les principes ICGN sont essentiellement destinés aux sociétés cotées et décrivent les problématiques de gouvernance les plus susceptibles d'influencer les décisions d'investissement. Ils sont également pertinents pour les sociétés non cotées, désireuses de relever leurs standards de gouvernance. Leur caractère est global et d'application générale.

Toutefois, une application flexible de ces Principes, selon les législations et les spécificités des marchés est reconnue. Les Principes sont utilisés par les membres de l'ICGN comme benchmark pour évaluer la gouvernance des entreprises dans lesquelles ils investissent. Ils

²⁴²IMA., « Transparence et diffusion de l'information non financières des sociétés cotés », p.11.

sont complétés par des « guidelines » spécifiques sur des concepts et des pratiques clés, auxquels nous ne faisons pas référence dans ce rapport.

Selon ces Principes, la création de valeur durable au sein de l'entreprise repose sur sa capacité à gérer de manière effective, aussi bien les aspects gouvernance, sociaux et environnementaux de ses activités, que les opérations financières.

Annexe III : Travaux de la commission européenne

Selon la Commission, les actionnaires et les autres parties intéressées doivent disposer d'informations fiables, complètes et aisément accessibles, et les informations concernant les structures de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées revêtent une importance essentielle pour les marchés de capitaux ainsi que pour les investisseurs européens.

Les 4ème et 7ème directives : Ce souci a justifié pour la Commission européenne la modification des directives comptables visant, entre autres dispositions, à instituer une déclaration sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne pour les sociétés dont les titres sont négociés sur un marché réglementé et dont le siège statutaire est situé en Europe.

Toute société cotée de l'Union devrait donc fournir au minimum aux actionnaires certaines informations sur la structure du gouvernement d'entreprise, leur indiquer si la société applique un code de gouvernement d'entreprise, volontairement ou parce qu'elle y est soumise, ou si elle applique des dispositions allant au-delà de celles prévues par le droit national. Dans le cas où la société applique un code de gouvernement d'entreprise, volontairement ou non, la société doit adopter une approche de type « comply or explain » (« appliquez ou expliquez »). Le contrôleur légal ou le cabinet d'audit, quant à lui, devra faire un rapport au Comité d'Audit sur les questions fondamentales soulevées par le contrôle légal, notamment les faiblesses majeures du contrôle interne en rapport avec le processus d'élaboration de l'information financière.

La 8^{ème} Directive : prévoit que les entités d'intérêt public devront être dotées d'un Comité d'Audit, qui sera notamment chargé du suivi du processus d'élaboration de l'information financière, du contrôle de l'efficacité des systèmes de contrôle interne, de l'audit interne le cas échéant et de la gestion des risques de la société.

Les États membres détermineront si le Comité d'Audit doit être composé de membres non exécutifs de l'organe d'administration et/ou de membres de l'organe de surveillance de l'entité contrôlée et/ou de membres nommés par l'assemblée générale des actionnaires de l'entité contrôlée. Au moins un membre du Comité d'Audit doit être indépendant et compétent en matière de comptabilité et/ou d'audit.

Malgré cette position de principe, le Comité d'Audit ne devrait pas se généraliser dans tous les états membres puisque la directive précise que les états membres peuvent permettre que les fonctions attribuées au Comité d'Audit soient exercées par l'organe d'administration ou de surveillance dans son ensemble.

Annexe IV : Grille de mesure de la qualité de la gouvernance

THEME / SOUS THEME	Critères /pratiques du code	Taux	Note / Conformité
1/Structure de gouvernance			
	Cumul ou Dissociation : selon la loi 17-95, le CA choisit entre les 2 modalités. (PDG ou Président /DG)		1
Séparation des fonction de président /DG. Moniste / Dual	Le code recommande de dissocier ou mettre en place une structure duale ? (65 % ne sépare pas la séparation s'applique aux entreprises familiales ou actionnaire majoritaire n'a pas l'expertise métier)	65%	2
2/ Conseil d'administration			
Rôles et mission	Le CA détermine les orientations de la société et veille à leur mise en œuvre. Il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société et règle les affaires qui la concerneIl procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.	75%	1
Relation aux dirigeants	Le CA doit être impliqué dans la nomination + rémunération des DG et DGD	65%	1
Fonctionnement	A la clôture de chaque exercice le CA établit les états de synthèse annuels donc fréquence légale des réunions / Annuelle. Pour les sociétés cotées : la pratique est de 3 à 4	60%	1
Composition	Nomination des administrateurs : statuts / AGO		1
	Taille: la loi sur la SA prévoit un min de 3 et un max de 15. 5 à 10 par l'enquête	68%	1
	Définition de la Durée Max / lois = 6 années en cas de nomination par AG et 3 années en cas de nomination par statuts		1
	Déclaration des mandats : Le code recommande d'éviter le cumul de mandats. Selon l'enquête ce point n'est pas suivi : les sociétés ne vérifient pas les autres mandats exercés	27%	2
	Mixité : le code recommande de veiller à la diversité des membres (nationalité, genre...). Au moins une femme par l'enquête	50%	2
3/ Administrateur indépendant			
	La loi exige que la proportion d'administrateurs non salariés (non dirigeants / externes) soit supérieur à 50 %	85%	1
	L'organe d'administration doit comporter un nombre approprié d'administrateurs externes (indépendants) critères = non salariés à définir par le CA selon les critères du code de gouvernance des établissements de crédit équivalents aux critères de la circulaire BAM	52%	2
4/ Comités d'audit			
Rôles et mission	Examen des comptes, évaluation des risques & contrôle de l'indépendance des CAC (circulaire BAM et projet de loi)	90%	1
Fonctionnement	Le code recommande au moins deux fois par an	90%	2
Composition	Majorités non exécutifs ou externes (indépendants)	55%	1
5/ Comité de rémunération et nomination			
Rôles et mission	Politique de nomination et rémunération des principaux dirigeants et des membres d'organe de gouvernance	55%	1
Fonctionnement	La circulaire BAM recommande 1 fois		1
Composition	Majorités non exécutifs ou externes (indépendants)	83%	1

THEME / SOUS THEME	Critères /pratiques du code	Taux	Note / Conformité
6/ Outils de gouvernance			
Règlement intérieur	organisation des réunions, missions, répartition des pouvoirs, définition des comités spécialisés et mode d'évaluation de l'organe de gouvernance		2
Charte de l'administrateur	Droits et devoirs	50%	2
Reporting	Le code recommande de consacrer un chapitre à la gouvernance		2
Evaluation des travaux du CA	Le code recommande : (i) Au moins une fois / une évaluation interne du fonctionnement du CA par le même organe. (ii) évaluation externe formalisée tout les 3 ans (iii) réunion d'évaluation une fois par an des administrateurs non exécutifs. Selon l'enquête plutôt interne	60%	2
7/ Droit des Actionnaires			
	Le code recommande de prévoir dans les statuts le droit de participer aux AG sans fixer un Nbr min d'action	54%	2
	Le code recommande le traitement équitable des actionnaires et application du principe "une action, une voix"	98%	2
8/ Transparence et diffusion de l'information			
	Diffusion de toutes les données significatives de l'entreprise en plus des résultats , situation financières	80%	1
	Communication avec le marché : désignation d'un responsable de la com financière (pour les emetteurs en particulier)	98%	2
	Informations sur les transactions entre parties liées	83%	1
	Le code recommande le respect du droit des parties prenantes et accès à l'information	80%	2
	Communication de la politique de rémunération des principaux dirigeants (part fixe / part variable)	40%	2
	Information sur le package de rémunération des principaux dirigeants		2
	Information sur la rémunération des membres de CA et la politique de jetons de présence	70%	2
Total Scoring			47

Types de critère

Conformité légale

1

Exigences des codes

2

Annexe V : Questionnaire semi-directif des Experts

L'objectif de cet entretien est de recueillir l'avis d'un panel d'administrateurs sur les points suivants :

- Pertinence de la grille de gouvernance élaborée et procédure de notation ;
- Choix des indicateurs de performance financière ;
- Analyse des résultats et interprétation

Guide du questionnaire :

- 1- **Données personnelles** (nom et prénom, adresse mail, âge, profession actuelle)
- 2- **Mandats exercés** (nombre, entreprises, durées du mandat, type d'administrateur, fonction conseil, fonction comité). Ce point sera présenté sous forme de tableau (entreprise 1, entreprise 2 ...)

Entreprise	Durée de mandat	Type d'administrateur *	Fonction CA	Fonction comité

3- Charge de travail :

- a. Nombre de séances sur l'exercice : CA et comités spécialisés
- b. Charge de travail annuelle en jour pour l'ensemble des mandats (préparation et réunion)
- c. Nombre de mandat max à assurer raisonnablement (sans tenir compte des filiales)

4- Grille de gouvernance :

➤ Structure de gouvernance et performance :

- a. Séparation des fonctions DG et président du Conseil d'Administration
- b. Dissocier ou mettre en place une structure duale

➤ Le Conseil d'Administration

- a. Rôle et missions (définition de la stratégie, contrôle de la mise en œuvre de la stratégie, revue des principaux risques, validation du budget annuel et des principaux investissements..)
- b. Relation aux principaux dirigeants : nomination et rémunération
- c. Fonctionnement : fréquence des réunions

- d. Composition et performance (Taille du conseil, âge moyen des administrateurs, mixité...)

- **Les administrateurs indépendants et performance (proportion, critères de sélection des administrateurs, qualité d'un administrateur indépendant ...)**

- **Efficacité des comités spécialisés**

- a. Comité d'Audit (composition, rôles, fonctionnement...)
- b. CNR (composition, rôles, fonctionnement...)

- **Efficacité des outils de gouvernance**

- a. Règlement intérieur
- b. Charte de l'administrateur
- c. Reporting
- d. Evaluation des travaux du conseil : collégiale du CA et individuel des administrateurs

- **Droits des actionnaires**

- a. Condition d'admission aux AG
- b. Application du principe « une action, une voix »

- **Transparence et diffusion de l'information**

- c. Diffusion de toutes les informations significatives
- d. Désignation d'un responsable de la communication financière
- e. Informations sur les transactions entre parties liées
- f. Informations sur la rémunération

5- Facteurs impactant la bonne gouvernance :

- Taille ; Secteur d'activité ; Structure de la propriété.

6- Pertinence du choix des indicateurs de performance et relation:

Annexe VI : Mail d'accompagnement au questionnaire / experts

Bonjour,

Depuis 4 ans, j'ai entamé un cursus doctoral au sein de l'ISCAE Casablanca / Filière stratégie.

Ma question centrale de recherche porte sur l'existence d'une relation entre la qualité de la Gouvernance des Emetteurs Marocains et leur performance financière.

Partant des recherches académiques traitant de problématiques similaires, des textes de lois Marocains et des codes de Gouvernance, j'ai élaboré une grille composée de 31 critères de Gouvernance qui couvrent essentiellement les pratiques des Conseils d'Administration et les droits des actionnaires (cf grille jointe).

L'accès au terrain s'est fait à travers l'exploitation des notes d'information / rapports de gestion de 46 Emetteurs entre fin 2012 et fin 2014. Un score est ainsi calculé pour chaque Emetteur.

Les critères adoptés pour le suivi de la performance financière sur 5 ans sont : CA, REX, EBE, RNPG, Marge sur EBE, Marge nette, ROE et ROCE.

Les résultats de l'étude empirique confirment l'hypothèse principale de recherche à savoir que les Emetteurs mieux gouvernés surperforment (EBE, rentabilité..) par rapport aux entreprises moins bien gouvernées.

Par ailleurs, mon protocole de recherche prévoit de valider les instruments de mesure et d'analyser les résultats avec des experts. J'ai choisi donc de soumettre le modèle et les résultats à la validation d'un panel d'administrateurs, du régulateur (AMMC) et des CAC.

A cet effet, je vous prie de me recevoir pour un entretien d'environ.
Avec mes cordiaux remerciements.

Annexe VII : Scoring-Gov et variables de contrôle

	Variable explicative	Variables de contrôle						
Société	Scoring - Gov	Secteur d'activité	Taille /CA en Mdh	Capitalisation Boursière Mdh	% Actionnaire majoritaire	% Actionnaire étranger	% Institutionnel	% Flottant
BMCE	45	Banque et stés de financement	9891	36251	37%	28%	17%	17%
AWB	43	Banque et stés de financement	17877	62075	47%	5%	21%	23%
CIH	41	Banque et stés de financement	1730	6998	66%	0%	18%	15%
OCP	40	Mine/Pétrole/Gaz	45992	0	95%	0%	5%	0%
COSUMAR	39	Agro alimentaire	5975	8298	28%	28%	39%	24%
LESIEURE	39	Agro alimentaire	4117	2871	41%	41%	23%	11%
MANAGEM	37	Mine/Pétrole/Gaz	3774	11961	80%	0%	0%	18%
Dyar Al mansour	37	Immobilier	603	0	100%	0%	0%	0%
BCP	36	Banque et stés de financement	13181	33589	52%	5%	11%	24%
CENTRALE LAITIERE	36	Agro alimentaire	7007	13376	90%	90%	0%	5%
CGI	35	Immobilier	3730	13695	76%	0%	9%	15%
RISMA	35	Loisir et Hotellerie	1475	1711	33%	33%	45%	13%
SGMB	34	Banque et stés de financement	4047	0	57%	57%	0%	0%
MUTUNDIS	33	Holding	1489	0	12%	9%	19%	0%
ZALAGH Holding	33	Holding	3622	0	82%	18%	0%	0%
Label vie	33	Distribution	5789	3665	51%	5%	19%	28%
CDM	32	Banque et stés de financement	2074	5976	78%	78%	10%	11%
OULMES	31	Agro alimentaire	1224	1663	74%	0%	0%	10%
FEC	30	Banque et stés de financement	337	0	100%	0%	0%	0%
JET ALLU	30	Construction	480	480	56%	8%	29%	16%
SCE	30	Industrie	126	0	92%	0%	0%	0%
BMCI	28	Banque et stés de financement	3132	10490	67%	67%	16%	16%
WAFASALAF	28	Banque et stés de financement	960	0	51%	49%	0%	0%
AFRIQUIA GAZ	28	Mine/Pétrole/Gaz	3569	5706	68%	5%	10%	22%
CAPEP	28	Construction	356	0	100%	0%	0%	0%
ALLIANCE	27	Immobilier	4266	6108	60%	0%	17%	23%
UNIMER	27	Industrie	832	2020	45%	0%	34%	14%
DAR SAADA	26	Immobilier	1116	0	55%	0%	25%	20%
SBM	25	Agro alimentaire	2318	6362	68%	68%	10%	21%
MOX	25	Mine/Pétrole/Gaz	202	108	62%	0%	10%	17%
IAM	25	Telecom	28559	85272	53%	53%	0%	17%
VALYANS	25	Services	105	0	67%	0%	0%	0%
HOLCIM	24	Construction	3112	6736	62%	62%	17%	21%
COLORADO	24	Industrie	559	532	58%	5%	17%	21%
JLEC	23	Industrie	4936	0	86%	86%	5%	9%
NEXANS	22	Industrie	1582	306	83%	83%	0%	14%
ADDOHA	21	Immobilier	9451	18640	57%	0%	0%	43%
MEDIACO	21	Services	42	0	77%	77%	0%	22%
FERTIMA	20	Industrie	584	0	71%	0%	7%	4%
MAGHREB STEEL	17	Industrie	2418	0	91%	0,00%	0%	0%
ATLANTA	15	Assurance	3172	3906	70%	0%	15%	13%
SAMIR	13	Mine/Pétrole/Gaz	49224	3284	67%	67%	0%	27%
SALAFIN	12	Banque et stés de financement	275	1260	74%	0%	5%	18%
SNEP	12	Industrie	788	405	62%	0%	0%	33%
STOCK VIS	11	Distribution	750	368	50%	0%	24%	14%
MEDITEL	10	Telecom	5152	0	40%	40%	30%	0%

Annexe VIII : Scoring-Gov et indicateurs de performance

	Variable explicative	Variables dépendantes									
Société	Scoring - Gov	Evolution CA 2013 vs2009	Evolution REX C 2013 vs2009	Evolution EBE 2013 vs2009	Evolution RNPG 2013 vs2009	Evolution ROCE REX 2013	Moy Marge EBE	Moy Marge Nette	Moy ROE	Evolution Cap 2013 vs2009	Evolution Cours 2013 vs2009
BMCE	45	54%	142%	77%	220%		38%	10%	7%	-14%	-24%
AWB	43	34%	18%	27%	6%		56%	27%	16%	19%	13%
CIH	41	17%	578%	26%	420%		40%	22%	8%	-3%	-17%
OCP	40	57%	146%	506%	575%	16%	27%	19%	26%		
COSUMAR	39	5%	4%	13%	13%	-27%	21%	11%	20%	48%	48%
LESIEURE	39	3%	-26%	-9%	-57%	-1%	7%	4%	9%	-2%	-1%
MANAGEM	37	70%	570%	124%	1660%	287%	37%	8%	14%	486%	444%
Dyar Al mansour	37	382%	700%	400%	6900%	289%	6%	3%	5%		
BCP	36	47%	10%	41%	83%		53%	16%	10%	109%	-20%
CENTRALE LAITIERE	36	18%	-36%	-11%	-24%	-44%	17%	8%	28%	31%	31%
CGI	35	64%	-6%	121%	-16%	-41%	13%	14%	9%	-54%	-54%
RISMA	35	59%	773%	155%	69%	586%	24%	-6%	-8%	6%	-17%
SGMB	34	26%	-26%	27%	-24%		58%	24%	12%		
MUTUNDIS	33	12%	513%	132%	-113%	567%	6%	0%	0%		
ZALAGH Holding	33	39%	76%	77%	-47%	17%	4%	1%	7%		
Label vie	33	215%	89%	143%	-29%	-48%	5%	2%	7%	34%	21%
CDM	32	15%	-35%	2%	-34%		50%	18%	11%	10%	-11%
OULMES	31	7%	95%	23%	84%	123%	17%	5%	13%	55%	55%
FEC	30	0%	-24%	3%	-26%		84%	58%	8%		
JET ALLU	30	79%	161%	142%	227%	442%	22%	14%	21%	-22%	-22%
SCE	30	260%	340%	146%	320%	771%	33%	31%	8%		
BMCI	28	19%	-15%	4%	-14%		57%	26%	10%	-15%	-15%
WAFASALAF	28	9%	35%	21%	25%		72%	33%	20%		
AFRIQUIA GAZ	28	36%	44%	40%	40%	14%	22%	11%	20%	22%	22%
CAPEP	28	25%	-17%	3%	0%	-19%	5%	1%	10%		
ALLIANCE	27	59%	113%	90%	59%	-43%	32%	18%	19%	-26%	-27%
UNIMER	27	61%	305%	135%	1700%	183%	7%	1%	4%	116%	87%
DAR SAADA	26	225%	266%	270%	222%	114%	30%	25%	10%		
SBM	25	9%	-20%	-14%	-14%	-35%	27%	13%	22%	-34%	-34%
MOX	25	-2%	-48%	-29%	-59%	-54%	21%	6%	6%	-22%	-22%
IAM	25	-6%	-22%	-10%	-41%	-22%	57%	26%	45%	-28%	-28%
VALYANS	25	6%	-9%	-13%	0%	-43%	20%	14%	33%		
HOLCIM	24	-12%	-32%	-20%	-44%	-45%	41%	16%	25%	-15%	-15%
COLORADO	24	-2%	-8%	129%	-45%	-78%	-7%	10%	20%	-29%	-30%
JLEC	23	1%	-32%	-17%	-11%	-65%	27%	8%	10%		
NEXANS	22	8%	-53%	-30%	-79%	-48%	8%	2%	5%	-39%	-39%
ADDOHA	21	57%	44%	41%	92%	-3%	27%	19%	18%	-35%	-43%
MEDIACO	21	-75%	750%	-89%	-70%	923%	-6%	-99%	-536%	-85%	-85%
FERTIMA	20	-12%	74%	182%	600%	79%	1%	-4%	-28%		
MAGHREB STEEL	17	48%	-146%	-152%	-11100%	-5%	-3%	-10%	-18%		
ATLANTA	15	20%	89%	13%	55%	76%	10%	5%	11%	-25%	-24%
SAMIR	13	83%	-312%	195%	-326%	-218%	3%	1%	4%	-49%	-49%
SALAFIN	12	2%	-3%	-6%	-6%		75%	37%	16%	-11%	-11%
SNBP	12	-1%	-73%	-35%	-112%	-73%	13%	2%	0%	-61%	-61%
STOCK VIS	11	-26%	-103%	-54%	-59%	-103%	6%	3%	9%	-39%	-39%
MEDITEL	10	-6%	-31%	-23%	-209%	0%	38%	2%	4%		

Annexe IX : Effet de la taille (mesurée par le CA) sur la relation Scoring-Gov & Performance

Emetteurs à CA \geq 5 500Mdh

Société	Scoring-Gov	Taille /CA	Evolution CA 2013 vs2009	Evolution REX C 2013 vs2009	Evolution EBE 2013 vs2009	Evolution RNPG 2013 vs2009	Evolution Cours 2013 vs2009	Evolution ROCE REX 2013 vs2009
BMCE	45	9891	54%	142%	77%	220%	-24%	
AWB	43	17877	34%	18%	27%	6%	13%	
OCP	40	45992	57%	146%	506%	575%		16%
COSUMAR	39	5975	5%	4%	13%	13%	48%	-27%
BCP	36	13181	47%	10%	41%	83%	-20%	
CENTRALE LAITIERE	36	7007	18%	-36%	-11%	-24%	31%	-44%
Label vie	33	5789	215%	89%	143%	-29%	21%	-48%
IAM	25	28559	-6%	-22%	-10%	-41%	-28%	-22%
ADDOHA	21	9451	57%	44%	41%	92%	-43%	-3%
SAMIR	13	49224	83%	-312%	195%	-326%	-49%	-218%
MEDITEL	10	5152	-6%	-31%	-23%	-209%		0%
Coefficient de Corrélation			8%	65%	17%	66%	63%	39%

Emetteurs à CA < 5 500 Mdh

Société	Scoring-Gov	Taille /CA	Evolution CA 2013 vs2009	Evolution REX C 2013 vs2009	Evolution EBE 2013 vs2009	Evolution RNPG 2013 vs2009	Evolution Cours 2013 vs2009	Evolution ROCE REX 2013 vs2009
CIH	41	1730	17%	578%	26%	420%	-17%	
LESIEURE	39	4117	3%	-26%	-9%	-57%	-1%	-1%
MANAGEM	37	3774	70%	570%	124%	1660%	444%	287%
Dyar Al mansour	37	603	382%	700%	400%	6900%		289%
CGI	35	3730	64%	-6%	121%	-16%	-54%	-41%
RISMA	35	1475	59%	773%	155%	69%	-17%	586%
SGMB	34	4047	26%	-26%	27%	-24%		
MUTUNDIS	33	1489	12%	513%	132%	-113%		567%
ZALAGH Holding	33	3622	39%	76%	77%	-47%		17%
CDM	32	2074	15%	-35%	2%	-34%	-11%	
OULMES	31	1224	7%	95%	23%	84%	55%	123%
FEC	30	337	0%	-24%	3%	-26%		
JET ALLU	30	480	79%	161%	142%	227%	-22%	442%
SCE	30	126	260%	340%	146%	320%		771%
BMCI	28	3132	19%	-15%	4%	-14%	-15%	
WAFASALAF	28	960	9%	35%	21%	25%		
AFRIQUIA GAZ	28	3569	36%	44%	40%	40%	22%	14%
CAPEP	28	356	25%	-17%	3%	0%		-19%
ALLIANCE	27	4266	59%	113%	90%	59%	-27%	-43%
UNIMER	27	832	61%	305%	135%	1700%	87%	183%
DAR SAADA	26	1116	225%	266%	270%	222%		114%
SBM	25	2318	9%	-20%	-14%	-14%	-34%	-35%
MOX	25	202	-2%	-48%	-29%	-59%	-22%	-54%
VALYANS	25	105	6%	-9%	-13%	0%		-43%
HOLCIM	24	3112	-12%	-32%	-20%	-44%	-15%	-45%
COLORADO	24	559	-2%	-8%	129%	-45%	-30%	-78%
JLEC	23	4936	1%	-32%	-17%	-11%		-65%
NEXANS	22	1582	8%	-53%	-30%	-79%	-39%	-48%
MEDIACO	21	42	-75%	750%	-89%	-70%	-85%	923%
FERTIMA	20	584	-12%	74%	182%	600%		79%
MAGHREB STEEL	17	2418	48%	-146%	-152%	-11100%		-5%
ATLANTA	15	3172	20%	89%	13%	55%	-24%	76%
SALAFIN	12	275	2%	-3%	-6%	-6%	-11%	
SNEP	12	788	-1%	-73%	-35%	-112%	-61%	-73%
STOCK VIS	11	750	-26%	-103%	-54%	-59%	-39%	-103%
Coefficient de Corrélation			34%	45%	44%	34%	36%	31%

Annexe X : Effet de la taille (mesurée par la capitalisation) sur la relation Scoring-Gov & Performance

Emetteur à Capitalisation \geq 6 000Mdh

Société	Scoring-Gov	Cap	Evolution CA 2013 vs2009	Evolution REX C 2013 vs2009	Evolution EBE 2013 vs2009	Evolution RNPG 2013 vs2009	Evolution Cours 2013 vs2009	Evolution ROCE REX 2013 vs2009
BMCE	45	36251	54%	142%	77%	220%	-24%	
AWB	43	62075	34%	18%	27%	6%	13%	
CIH	41	6998	17%	578%	26%	420%	-17%	
COSUMAR	39	8298	5%	4%	13%	13%	48%	-27%
MANAGEM	37	11961	70%	570%	124%	1660%	444%	287%
BCP	36	33589	47%	10%	41%	83%	-20%	
CENTRALE LAITIERE	36	13376	18%	-36%	-11%	-24%	31%	-44%
CGI	35	13695	64%	-6%	121%	-16%	-54%	-41%
BMCI	28	10490	19%	-15%	4%	-14%	-15%	
ALLIANCE	27	6108	59%	113%	90%	59%	-27%	-43%
SBM	25	6362	9%	-20%	-14%	-14%	-34%	-35%
IAM	25	85272	-6%	-22%	-10%	-41%	-28%	-22%
HOLCIM	24	6736	-12%	-32%	-20%	-44%	-15%	-45%
ADDOHA	21	18640	57%	44%	41%	92%	-43%	-3%
Coefficient de Corrélation			25%	39%	32%	27%	24%	35%

Emetteur à Capitalisation < 6 000Mdh

Société	Scoring-Gov	Capitalisation (31 déc 2013) Mdh	Evolution CA 2013 vs2009	Evolution REX C 2013 vs2009	Evolution EBE 2013 vs2009	Evolution RNPG 2013 vs2009	Evolution Cours 2013 vs2009	Evolution ROCE REX 2013 vs2009
LESIEURE	39	2871	3%	-26%	-9%	-57%	-1%	-1%
RISMA	35	1711	59%	773%	155%	69%	-17%	586%
Label vie	33	3665	215%	89%	143%	-29%	21%	-48%
CDM	32	5976	15%	-35%	2%	-34%	-11%	
OULMES	31	1663	7%	95%	23%	84%	55%	123%
JET ALLU	30	480	79%	161%	142%	227%	-22%	442%
AFRIQUIA GAZ	28	5706	36%	44%	40%	40%	22%	14%
UNIMER	27	2020	61%	305%	135%	1700%	87%	183%
MOX	25	108	-2%	-48%	-29%	-59%	-22%	-54%
COLORADO	24	532	-2%	-8%	129%	-45%	-30%	-78%
NEXANS	22	306	8%	-53%	-30%	-79%	-39%	-48%
ATLANTA	15	3906	20%	89%	13%	55%	-24%	76%
SAMIR	13	3284	83%	-312%	195%	-326%	-49%	-218%
SALAFIN	12	1260	2%	-3%	-6%	-6%	-11%	
SNEP	12	405	-1%	-73%	-35%	-112%	-61%	-73%
STOCK VIS	11	368	-26%	-103%	-54%	-59%	-39%	-103%
Coefficient de Corrélation			33%	61%	61%	44%	54%	64%

Annexe XI : Effet du secteur d'activité sur la relation Scoring-Gov & Performance

1) Secteur Banques et sociétés de financement

Société	Scoring-Gov	Evolution CA 2013 vs2009	Evolution REX C 2013 vs2009	Evolution EBE 2013 vs2009	Evolution RNPG 2013 vs2009	Evolution Cours 2013 vs2009	Evolution ROCE REX 2013 vs2009
BMCE	45	54%	142%	77%	220%	-24%	
AWB	43	34%	18%	27%	6%	13%	
CIH	41	17%	578%	26%	420%	-17%	
BCP	36	47%	10%	41%	83%	-20%	
SGMB	34	26%	-26%	27%	-24%		
CDM	32	15%	-35%	2%	-34%	-11%	
FEC	30	0%	-24%	3%	-26%		
BMCI	28	19%	-15%	4%	-14%	-15%	
WAFASALAF	28	9%	35%	21%	25%		
SALAFIN	12	2%	-3%	-6%	-6%	-11%	
Coefficient de Corrélation		72%	42%	75%	39%	4%	

2) Secteur Industrie (Ciment+sidérurgie)

Société	Scoring-Gov	Evolution CA 2013 vs2009	Evolution REX C 2013 vs2009	Evolution EBE 2013 vs2009	Evolution RNPG 2013 vs2009	Evolution Cours 2013 vs2009	Evolution ROCE REX 2013 vs2009
SCE	30	260%	340%	146%	320%		771%
UNIMER	27	61%	305%	135%	1700%	87%	183%
COLORADO	24	-2%	-8%	129%	-45%	-30%	-78%
JLEC	23	1%	-32%	-17%	-11%		-65%
NEXANS	22	8%	-53%	-30%	-79%	-39%	-48%
FERTIMA	20	-12%	74%	182%	600%		79%
MAGHREB STEEL	17	48%	-146%	-152%	-11100%		-5%
SNEP	12	-1%	-73%	-35%	-112%	-61%	-73%
Coefficient de Corrélation		62%	79%	61%	40%	73%	66%

3) Secteur Agroalimentaire

Société	Scoring-Gov	Evolution CA 2013 vs2009	Evolution REX C 2013 vs2009	Evolution EBE 2013 vs2009	Evolution RNPG 2013 vs2009	Evolution Cours 2013 vs2009	Evolution ROCE REX 2013 vs2009
COSUMAR	39	5%	4%	13%	13%	48%	-27%
LESIEURE	39	3%	-26%	-9%	-57%	-1%	-1%
CENTRALE LAITIERE	36	18%	-36%	-11%	-24%	31%	-44%
OULMES	31	7%	95%	23%	84%	55%	123%
SBM	25	9%	-20%	-14%	-14%	-34%	-35%
Coefficient de Corrélation		-19%	-22%	14%	-31%	49%	-17%

4) Secteur Mine/Pétrole/Gaz

Société	Scoring-Gov	Evolution CA 2013 vs2009	Evolution REX C 2013 vs2009	Evolution EBE 2013 vs2009	Evolution RNPG 2013 vs2009	Evolution Cours 2013 vs2009	Evolution ROCE REX 2013 vs2009
OCP	40	57%	146%	506%	575%		16%
MANAGEM	37	70%	570%	124%	1660%	444%	287%
AFRIQUIA GAZ	28	36%	44%	40%	40%	22%	14%
MOX	25	-2%	-48%	-29%	-59%	-22%	-54%
SAMIR	13	83%	-312%	195%	-326%	-49%	-218%
Coefficient de Corrélation		-4%	83%	43%	76%	82%	79%

5) Secteur Immobilier

Société	Scoring-Gov	Evolution CA 2013 vs2009	Evolution REX C 2013 vs2009	Evolution EBE 2013 vs2009	Evolution RNPG 2013 vs2009	Evolution Cours 2013 vs2009	Evolution ROCE REX 2013 vs2009
Dyar Al mansour	37	382%	700%	400%	6900%		289%
CGI	35	64%	-6%	121%	-16%	-54%	-41%
ALLIANCE	27	59%	113%	90%	59%	-27%	-43%
DAR SAADA	26	225%	266%	270%	222%		114%
ADDOHA	21	57%	44%	41%	92%	-43%	-3%
Coefficient de Corrélation		53%	52%	62%	64%	60%	47%

Annexe XII : Effet de la structure de propriété sur la relation Scoring-Gov et Performance

Emetteurs à actionnaire majoritaire détenant plus de 50%

Société	Scoring-Gov	% Actionnaire majoritaire	Evolution CA 2013 vs2009	Evolution REX C 2013 vs2009	Evolution EBE 2013 vs2009	Evolution RNPG 2013 vs2009	Evolution Cours 2013 vs2009	Evolution ROCE REX 2013 vs2009
CIH	41	66%	17%	578%	26%	420%	-17%	
OCP	40	95%	57%	146%	506%	575%		16%
MANAGEM	37	80%	70%	570%	124%	1660%	444%	287%
Dyar Al mansour	37	100%	382%	700%	400%	6900%		289%
BCP	36	52%	47%	10%	41%	83%	-20%	
CENTRALE LAITIERE	36	90%	18%	-36%	-11%	-24%	31%	-44%
CGI	35	76%	64%	-6%	121%	-16%	-54%	-41%
SGMB	34	57%	26%	-26%	27%	-24%		
ZALAGH Holding	33	82%	39%	76%	77%	-47%		17%
Label vie	33	51%	215%	89%	143%	-29%	21%	-48%
CDM	32	78%	15%	-35%	2%	-34%	-11%	
OULMES	31	74%	7%	95%	23%	84%	55%	123%
FEC	30	100%	0%	-24%	3%	-26%		
JET ALLU	30	56%	79%	161%	142%	227%	-22%	442%
SCE	30	92%	260%	340%	146%	320%		771%
BMCi	28	67%	19%	-15%	4%	-14%	-15%	
WAFASALAF	28	51%	9%	35%	21%	25%		
AFRIQUIA GAZ	28	68%	36%	44%	40%	40%	22%	14%
CAPEP	28	100%	25%	-17%	3%	0%		-19%
ALLIANCE	27	60%	59%	113%	90%	59%	-27%	-43%
DAR SAADA	26	55%	225%	266%	270%	222%		114%
SBM	25	68%	9%	-20%	-14%	-14%	-34%	-35%
MOX	25	62%	-2%	-48%	-29%	-59%	-22%	-54%
IAM	25	53%	-6%	-22%	-10%	-41%	-28%	-22%
VALYANS	25	67%	6%	-9%	-13%	0%		-43%
HOLCIM	24	62%	-12%	-32%	-20%	-44%	-15%	-45%
COLORADO	24	58%	-2%	-8%	129%	-45%	-30%	-78%
JLEC	23	86%	1%	-32%	-17%	-11%		-65%
NEXANS	22	83%	8%	-53%	-30%	-79%	-39%	-48%
ADDOHA	21	57%	57%	44%	41%	92%	-43%	-3%
MEDIACO	21	77%	-75%	750%	-89%	-70%	-85%	923%
FERTIMA	20	71%	-12%	74%	182%	600%		79%
MAGHREB STEEL	17	91%	48%	-146%	-152%	-11100%		-5%
ATLANTA	15	70%	20%	89%	13%	55%	-24%	76%
SAMIR	13	67%	83%	-312%	195%	-326%	-49%	-218%
SALAFIN	12	74%	2%	-3%	-6%	-6%	-11%	
SNEP	12	62%	-1%	-73%	-35%	-112%	-61%	-73%
STOCK VIS	11	50%	-26%	-103%	-54%	-59%	-39%	-103%
Coefficient de Corrélation			33%	43%	42%	34%	40%	21%

Emetteurs à actionnaire majoritaire détenant moins de 50%

Société	Scoring-Gov	% Actionnaire majoritaire	Evolution CA 2013 vs2009	Evolution REX C 2013 vs2009	Evolution EBE 2013 vs2009	Evolution RNPG 2013 vs2009	Evolution Cours 2013 vs2009	Evolution ROCE REX 2013 vs2009
BMCE	45	37%	54%	142%	77%	220%	-24%	
AWB	43	47%	34%	18%	27%	6%	13%	
COSUMAR	39	28%	5%	4%	13%	13%	48%	-27%
LESIEURE	39	41%	3%	-26%	-9%	-57%	-1%	-1%
RISMA	35	33%	59%	773%	155%	69%	-17%	586%
MUTUNDIS	33	12%	12%	513%	132%	-113%		567%
UNIMER	27	45%	61%	305%	135%	1700%	87%	183%
MEDITEL	10	40%	-6%	-31%	-23%	-209%		0%
Coefficient de Corrélation			34%	3%	15%	-9%	-70%	20%