



Centre des Etudes Doctorales : Sciences Juridiques, Economiques,
Sociales, Chariaa et de Gestion
Formation Doctorale : Sciences économiques et gestion
Discipline : Economie et gestion
Spécialité : Management et finance
Laboratoire : Laboratoire de recherche et d'études en management,
entrepreneuriat et finance

Thèse pour l'obtention de DOCTORAT

Gouvernance d'entreprise et structure du capital : cas des sociétés marocaines cotées

Préparée par : Fouad DAIDAI

Encadrée par : Pr. Larbi TAMNINE

Soutenue le 31/05/2023 devant le jury :

Nom et Prénom	Grade	Etablissement	Qualité
Pr. EL BOUHADI Abdelhamid	PES	ENCG FES	Président & Rapporteur
Pr. TAMNINE Larbi	PH	ENCG FES	Encadrant
Pr. BENALI Mimoun	PES	ENCG FES	Rapporteur
Pr. SADOK Hicham	PES	FSJES – Souissi RABAT	Rapporteur
Pr. DRISSI Zineb	PH	ENCG FES	Suffragante

Année Universitaire 2022/2023

“

**TENDRE VERS L'ACHEVÉ, C'EST REVENIR À
SON POINT DE DÉPART.**

”

Colette (1873-1954)

Remerciements



Je souhaite tout d'abord exprimer ma reconnaissance au professeur Larbi TAMNINE qui fit le pari il y a quelques années de diriger cette thèse. Sa disponibilité, sa rigueur scientifique, ainsi que sa bienveillance discrète ont été déterminantes dans l'accomplissement de ce travail. Cette thèse lui doit énormément. Je tiens à lui témoigner ici toute ma gratitude.

Mes sincères remerciements vont également aux Professeurs Abdelhamide EL BOUHADI, Mimoun BENALI et Hicham SADOK pour l'intérêt qu'ils ont porté à cette thèse en acceptant d'être rapporteurs. J'en suis honorée. Merci d'avoir consacré un temps -que je sais précieux- pour lire ce travail encore si imparfait et pour avoir accepté de m'aider à le bonifier et le poursuivre avec une meilleure manière et avec plus de clarté.

Un grand merci au Professeur DRISSI Zineb qui a accepté de siéger au jury de ma soutenance. Sa présence est un grand honneur et une grande fierté.

Je remercie également l'ensemble du corps professoral du Laboratoire de Recherche et d'Etudes en Management, Entrepreneuriat et Finance et le Directeur de l'ENCG de Fès, Pr Abderrazak EL ABBADI, pour m'avoir permis d'achever ce travail dans d'excellentes conditions. Une pensée particulière à mes chers enseignants de L'Ecole Nationale De Commerce et de Gestion De Fès. Merci de m'avoir conduit à ce jour mémorable.

Aucun remerciement ne serait à la hauteur des sacrifices, du dévouement et de l'amour de mes parents. Qu'ils trouvent ici le témoignage de toute ma gratitude et la preuve de mon désir depuis toujours de l'honorer.

Je voudrais également remercier ma femme, qui n'a cessé d'être pour moi l'exemple de persévérance, de courage et de générosité, et tout l'entourage familial pour son soutien et ses encouragements.

Je n'oublie pas toutes les personnes que je n'ai pas pu citer nommément. Je voudrais que chacun de vous trouve dans ce document l'expression manifeste de ma profonde gratitude.

Résumé

La gouvernance d'entreprise est fondée sur les principes de confiance des investisseurs et des bailleurs de fonds. Elle requiert la transparence et le contrôle rigoureux. Elle pourrait influencer les décisions stratégiques, notamment celles relatives au financement et à l'investissement. C'est dans ce sens que ce travail de recherche contribue à l'étude du lien entre les mécanismes de gouvernance d'entreprise et la structure du capital en utilisant des données de panel relatives à un échantillon de cinquante-et-un (51) entreprises marocaines cotées en bourse sur la période 2012–2019.

Les recherches approfondies dans ces domaines constituent un point de départ sur lequel s'appuie le cadre de cette recherche. Les variables indépendantes précédemment étudiées seront réexaminées dans le contexte marocain.

La contribution de cette étude est quadruple. Premièrement, l'utilisation d'une modélisation à la fois linéaire et dynamique permet de faire émerger une analyse plus détaillée des déterminants potentiels sur la structure du capital. Deuxièmement, l'utilisation de plusieurs définitions du ratio d'endettement permet d'analyser si la maturité de la dette est un attribut de la problématique de la structure du capital. Troisièmement, l'utilisation de trois mécanismes de gouvernance d'entreprise, y compris la structure du conseil d'administration, les caractéristiques du Président Directeur Général (PDG) et la structure de la propriété, permet d'inclure un plus grand nombre de variables indépendantes dans le débat sur la structure du capital. Enfin, les entretiens effectués avec des responsables financiers nous ont permis de mieux comprendre les résultats.

Ces derniers semblent indiquer que les PDG font preuve d'une différence de niveau de risque entre les niveaux d'endettement à court et à long terme. Conformément à la théorie de l'enracinement, l'étude démontre que plus la durée du mandat du PDG est longue, plus le niveau d'endettement à long terme diminue. Dans le cas de la dualité, les niveaux d'endettement à court terme augmentent, tandis que l'endettement à long terme diminue.

En ce qui concerne les caractéristiques du conseil d'administration, la taille du conseil et le niveau d'indépendance conduisent à une réduction de l'endettement. Le nombre de réunions du conseil d'administration a un impact positif sur les niveaux d'endettement.

Concernant la structure de propriété, nos résultats démontrent que la présence des investisseurs étrangers réduit le niveau de l'endettement dans la structure du capital des entreprises, contrairement à la présence des investisseurs institutionnels et à l'actionnariat managérial. De même, nos résultats démontrent que les firmes sous un niveau élevé de contrôle ont tendance à recourir aux capitaux propres qu'à l'endettement.

Mots clés : Structure du capital, gouvernance d'entreprise, conseil d'administration, structure de propriété, endettement, capitaux propres.

Abstract

Corporate governance is based on the principles of investor and funder confidence. It requires transparency and rigorous monitoring. It has the potential to influence strategic decisions, including those related to financing and investment. It is in this context that this thesis contributes to the study of the link between corporate governance mechanisms and capital structure using panel data on a sample of 51 listed Moroccan firms over the period 2012-2019.

Extensive research in these areas provides a starting point on which to build the framework of this research. The independent variables previously studied will be re-examined in the Moroccan context.

The contribution of this study is fourfold. First, the use of both linear and dynamic modelling allows for a more detailed analysis of the potential determinants of the capital structure to emerge. Second, the use of several definitions of the debt ratio allows for an analysis of whether debt maturity is an attribute of the capital structure issue. Third, the use of three corporate governance mechanisms, including board structure, CEO characteristics and ownership structure, allows for the inclusion of a larger number of independent variables in the capital structure debate. Finally, interviews with financial managers have provided us with a better understanding of the results.

The latter suggests that CEOs show a difference in the level of risk between short and long term debt levels. In line with the entrenchment theory, the study shows that the longer the CEO's tenure is, the lower the long-term debt level is. In the case of duality, short-term debt levels increase, while long-term debt levels decrease.

With regard to board characteristics, the size of the board and the level of independence lead to a reduction in debt. The number of board meetings has a positive impact on debt levels.

Regarding the ownership structure, our results show that the presence of foreign investors reduces the level of debt in the capital structure of firms, in contrast to the presence of institutional investors and managerial ownership. Similarly, our results show that firms with a high level of control tend to use equity rather than debt.

Keywords: Capital structure, corporate governance, board of directors, ownership structure, debt, equity.

Liste des acronymes

AGE	Assemblée Générale Extraordinaire
AGO	Assemblée Générale Ordinaire
AMMC	Autorité Marocaine des Marchés de Capitaux
BAD	Banque africaine de développement
BLUE	Best Linear Unbiased Estimator
BVC	Bourse des Valeurs de Casablanca
CA	Conseil d'Administration
CDG	Caisse de Dépôt et de Gestion
CDVM	Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières
CEO	Chief Executive Officer
CGEM	Confédération générale des entreprises du Maroc
CMBPGE	Code Marocain des Bonnes Pratiques de Gouvernance d'Entreprise
CNGE	Commission Nationale de Gouvernance d'Entreprise
DG	Directeur Général
DWH	Durbin-Wu-Hausman
EA	Effets Aléatoires
EF	Effets Fixes
FMI	Fonds Monétaire International
GMM	Generalized Method of Moments
IDE	Investissement Direct Etranger
IFRS	International Financial Reporting Standards
IMA	Institut Marocain des Administrateurs
ISACA	Information Systems Audit and Control Association
LM	Multiplicateur de Lagrange
MCO	Moindres Carrées Ordinaire
MCOG	Moindres Carrées Ordinaire Généralisé
MENA	Middle East and North Africa
MM	Méthode des Moments
OCDE	Organisation de coopération et de développement économique
OPA	Offre Publique d'Achat
OPE	Offre Publique d'Echange
PCA	Président du conseil d'administration
PDG	Président Directeur Général
PWC	PricewaterhouseCoopers
RSE	Responsabilité Sociétale des Entreprises
SA	Société Anonyme
VIF	Variance Inflation Factor

Sommaire

Remerciement.....	2
Résumé.....	3
Abstract	5
Liste des acronymes	6
Sommaire	7
Introduction générale.....	9
Chapitre 1 : Fondements théoriques et conceptuels	20
Introduction du premier chapitre.....	21
Section 1 : Concept et définition de la gouvernance d'entreprise et ses mécanismes	23
Conclusion de la section.....	38
Section 2 : Structure du capital : Entre décisions et déterminants	39
Conclusion de la section.....	62
Section 3 : Gouvernance d'entreprise et structure du capital : Enseignements théoriques	64
Conclusion section	84
Conclusion du premier chapitre	85
Chapitre 2 : Développement théorique et formulation des hypothèses.....	87
Introduction du deuxième chapitre.....	88
Section 1 : Caractéristiques des PDG et structure du capital : Revue de littérature et développement des hypothèses	90
Conclusion de la section.....	107
Section 2 : Composition du conseil d'administration et structure du capital : Revue de littérature et hypothèses.....	109
Conclusion de la section.....	130
Section 3 : Structure de propriété et structure du capital : Revue de littérature et développement des hypothèses	132
Conclusion de la section.....	151
Conclusion du deuxième chapitre	153
Chapitre 3 : Conception de la recherche, méthodologie et description des données	156
Introduction du troisième chapitre	157
Section 1 : Approche épistémologique, méthodologique et design de la recherche	159
Conclusion de la section.....	173
Section 2 : Econométrie des données de panel et opérationnalisation des variables	174

Conclusion de la section.....	200
Section 3 : Présentation de l'échantillon de recherche.....	201
Conclusion de la section.....	217
Conclusion du troisième chapitre.....	218
Chapitre 4 : Présentation et discussion des résultats.....	219
Introduction du quatrième chapitre.....	220
Section 1 : Analyse univariée et bivariée.....	222
Conclusion de la section.....	240
Section 2 : Analyse multivariée et présentation des résultats.....	242
Conclusion de la section.....	276
Section 3 : Approche qualitative complémentaire et discussion des résultats.....	277
Conclusion de la section.....	295
Conclusion du quatrième chapitre.....	296
Conclusion générale.....	298
Liste des annexes.....	308
Liste des tableaux.....	320
Liste des figures.....	322
Références bibliographiques.....	324
Table des matières.....	339



Introduction générale

Notre recherche doctorale s'inscrit dans la lignée de travaux analysant les déterminants de la structure du capital des entreprises (Madhani, 2017 ; Ibrahim et Zulkafli, 2018. Sewpersadh, 2019 ; Meah, 2019 ; Feng, 2020) Même si ces sujets ont été largement discutés dans la littérature comptable et financière, peu de travaux ont traité le lien qui peut exister entre les mécanismes de gouvernance et la structure du capital. Les conclusions des recherches effectuées à ce sujet sont partagées. Notre recherche prolonge ainsi ces travaux en analysant et mesurant la qualité des mécanismes de gouvernance en lien avec la structure du capital.

Ces dernières années ont été marquées par de nombreux scandales impliquant des entreprises cotées de premier plan telles que WorldCom, Tyco, Adelphi, Global Crossing, Merrill Lynch Enron et Toshiba, entre autres, aux États-Unis, ainsi que Vivendi, Swissair et Metallgesellschaft en Europe, ces derniers ont eu un impact négatif sur les marchés financiers et la confiance des investisseurs.

La reconquête de la confiance des investisseurs s'est alors traduite par plusieurs initiatives de réformes (loi de Sarbanes-Oxley aux États-Unis, loi de sécurité financière en France, etc.), et par une diffusion de nombreux codes dits de bonne gouvernance visant à définir les meilleures pratiques en matière de gouvernance. 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.

Cependant, la gouvernance d'entreprise, d'une part, est fondée sur les principes de confiance des investisseurs et des bailleurs de fonds. Elle requiert la transparence et le contrôle rigoureux. La gouvernance pourrait influencer les décisions stratégiques, notamment celles relatives au financement et à l'investissement. Wirtz (2006) a signalé que de point de vue de l'efficacité, l'enjeu central des mécanismes de gouvernance consiste en leur impact sur la création de valeur actionnariale.

D'autre part, et depuis plusieurs décennies, l'étude de la structure du capital a constitué le thème capital de la finance de l'entreprise. C'est ainsi que des théories ont été développées sur les déterminants de la structure du capital. En dépit de ces efforts importants, la question du

comportement financier de la firme ne cesse d'attirer l'attention des travaux théoriques récents (Draief, 2018) ainsi que des travaux empiriques (Ibrahim et *al.*, 2018 ; Ahmed, 2019 ; Feng et *al.*, 2020). D'ailleurs, l'étude de la structure du capital a fait l'objet de nombreuses recherches, mais, ce sujet a toujours provoqué des réflexions et des controverses entre les chercheurs aussi bien sur le plan théorique que sur le plan empirique. En outre, le rôle de la gouvernance d'entreprise dans l'explication de la structure du capital des entreprises fait aussi l'objet de plusieurs recherches depuis l'étude de Modigliani et Miller (1958). Cependant ce rôle reste un sujet d'actualité qui attire l'attention, jusqu'à présent, de beaucoup de chercheurs

En effet, le lien entre les politiques financières et la bonne gouvernance devrait conduire à une structure du capital optimale et à l'atténuation des conflits d'intérêts. Ainsi, les mécanismes de gouvernance comme la taille et la composition du conseil d'administration, la séparation des pouvoirs de décision et de direction ont un impact direct sur la structure du capital. Bien que cet impact soit étudié dans les pays développés, les études dans ce domaine demeurent rares dans les pays en voie de développement.

1. Contexte de la recherche

La gouvernance et ses mécanismes vont de pair avec l'entreprise. Le but desdits mécanismes est de réduire et d'influencer les attitudes de discrétion des dirigeants. Ce sont des manipulations comptables massives qui donnent une fausse image sur la situation de l'entreprise et qui sont à l'origine de la grande majorité des scandales financiers.

L'alignement des pratiques de gouvernance des sociétés marocaines cotées avec les « Best Practices » et les standards internationaux régulant ce principe constituent aujourd'hui et plus que jamais une exigence majeure. En effet, l'efficacité de ces dernières diminue les coûts de transactions et du capital, renforce les droits de propriété au sein de ces structures et facilite leur levée de capitaux sur les marchés financiers internationaux.

Ce contexte a fait en sorte que la place financière de Casablanca (Casa Finance City), qui a intégré en 2014 le classement international du « Global Financial Centers Index », soit amenée à jouer le rôle d'un hub financier régional, où les sociétés cotées doivent répondre aux meilleurs standards internationaux pour accompagner cette évolution, notamment en matière de gouvernance d'entreprise.

Tout en s'inscrivant dans ce sillage, le législateur marocain a introduit dans le texte de la loi n°17-95 relative à la SA¹, des dispositions ayant trait à la gouvernance d'entreprise. Cette loi a été ensuite modifiée et complétée par la loi n°78-12², et récemment en 2019 par la nouvelle loi n°20-19, pour tenir compte de l'évolution de l'environnement de gouvernance et des pratiques qui se font ailleurs.

De façon parallèle, et sous la pression de certains organismes internationaux, dont l'OCDE³, quatre codes marocains de gouvernance ont vu le jour, tout en ayant pour objectif d'améliorer le fonctionnement de la gouvernance des entreprises, notamment en prônant les avantages des administrateurs indépendants et des comités d'audit et de rémunération.

En effet, le premier code marocain de bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise a été mis en place en 2008 par la Commission Nationale de Gouvernance d'Entreprise (CNGE). Convaincue que la bonne gouvernance d'entreprise est un processus évolutif qui encourage l'investissement national et étranger et qui assure la croissance économique, la CNGE a procédé à la révision des codes existants et à l'élaboration de nouveaux codes en tenant compte des catégories d'entreprises ainsi que de certaines spécificités sectorielles. Il s'agit en l'occurrence du code des PME, du code des établissements de crédit en 2010, et du code marocain de bonnes pratiques de gouvernance des entreprises et établissements publics en 2012.

L'Autorité Marocaine des Marchés de Capitaux (AMMC) a enchaîné, depuis 2009, plusieurs enquêtes auprès des sociétés cotées à la bourse des valeurs de Casablanca (BVC) afin d'étudier l'évolution des pratiques de gouvernance chez ces acteurs. Cet agent régulateur a ensuite mandaté l'Institut Marocain des Administrateurs (IMA) pour conduire ces enquêtes et en faire un rendez-vous triennal régulier, pour mesurer et comprendre l'évolution des principes de bonne gouvernance dans les sociétés marocaines cotées. Ces réformes ont permis au Royaume Chérifien de renforcer la compétitivité des systèmes de gouvernance de ses sociétés cotées sur la région MENA (Middle East and North Africa), d'améliorer son classement dans le rapport *Doing Business* établi par la Banque Mondiale et de renforcer donc son image auprès des investisseurs internationaux.

La gouvernance d'entreprise constitue, par conséquent, une question d'actualité qui sollicite un engouement croissant. Les réflexions qui s'y rattachent sont diverses et le plus souvent liées à

¹ <https://www.ammc.ma/sites/default/files/Loi%20n%C2%B0%2017-95.pdf>; Consulter le 19/02/2020

² <https://www.droit-afrique.com/uploads/Maroc-Loi-78-12-societes-anonymes.pdf>; Consulter le 07/06/2020

³ L'Organisation de Coopération et de Développement Economiques est une organisation internationale d'études économiques.

ses caractéristiques ainsi qu'à son impact sur le respect des clauses contractuelles, de la valeur de la firme et des performances financières. Dans cette perspective, et à la suite de nombreux scandales financiers, la question de la structure du capital a suscité l'intérêt de plusieurs chercheurs. Malgré cet important volume de connaissances, le débat demeure ouvert à la fois sur le plan théorique et empirique. Ce dernier débat concerne, d'une part, l'utilité de la convergence des systèmes de gouvernance, et d'autre part, l'impact sur la structure du capital des entreprises. Abor (2007) affirme que la littérature révèle certes, une association entre la qualité de la gouvernance d'entreprise et la structure du capital, mais que la recherche empirique reste prudente quant à la conclusion d'une relation de causalité entre ces deux concepts.

C'est alors dans cette dynamique que s'inscrit notre recherche qui s'interroge sur les mécanismes de gouvernance d'entreprise et leurs impacts sur la structure du capital. Ainsi, nous nous sommes basés sur des questions théoriques, portées sur le cas contexte marocain, que nous examinerons dans le cadre d'une étude empirique. Les résultats obtenus ont permis d'apporter, sur certains points, un appui au législateur et aux partisans des réformes financières.

2. L'intérêt de la recherche.

Au cours de la dernière décennie, la gouvernance d'entreprise a fait l'objet de plusieurs travaux de recherche, portant généralement sur la relation entre la gouvernance d'entreprise et la structure du capital. Les résultats de ces recherches semblent hétérogènes, ce qui montre qu'il est encore plus difficile d'établir une relation claire entre les mécanismes de gouvernance et la structure du capital (Dasilas et Papasyriopoulos, 2015 ; Romdhane, 2015 ; Ziadi *et al.*, 2017). Également, la majorité des recherches ont été réalisées dans le contexte des pays développés et peu d'étude dans le contexte africain.

Au Maroc, la recherche académique sur cette thématique semble être très faible, dans la mesure où 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 cotées et en particulier sur notre principal axe de recherche, à savoir, l'impact des mécanismes de gouvernance d'entreprise sur la structure du capital. A notre connaissance seulement 5% des articles publiés dans le domaine traitant le lien entre ces deux concepts dans le contexte marocain (Daidai et Tamnine, 2022).

De plus, l'impact de la gouvernance d'entreprise sur la structure du capital peut différer entre les contextes, particulièrement en matière du système de gouvernance (Ziadi *et al.*, 2017). De ce fait, l'intérêt de notre travail de recherche peut se résumer dans les points suivants :

- Démontrer l'effet de la gouvernance d'entreprise (les caractéristiques du PDG, la structure de propriété et le conseil d'administration) sur la structure du capital dans un contexte particulier, comme celui du Maroc. Cette recherche a pour objet d'identifier les faiblesses et les lacunes des systèmes de gouvernance des entreprises marocaines cotées et apporterait de nouvelles conclusions.
- Evaluer la capacité des nouvelles réformes de la gouvernance d'entreprise au Maroc à adopter une structure du capital optimale qui garantira la survie de l'entreprise et l'évitement de la faille due aux excès d'endettement.
- Démontrer que l'étude de l'impact des mécanismes de gouvernance sur la structure du capital pourrait aider le législateur marocain à améliorer les cadres juridiques, institutionnels et réglementaires structurant les mécanismes de gouvernance d'entreprise.
- Proposer un modèle global qui intègre les mécanismes de gouvernance et les caractéristiques du dirigeant qui peuvent avoir un effet sur la structure du capital. Ainsi que de démontrer les facteurs qui impactent le plus la structure du capital des entreprises cotées marocaines.

3. Problématique de la recherche

La gouvernance d'entreprise a été étudiée précédemment dans le contexte de son interaction avec la structure du capital ; la liste des déterminants de la gouvernance d'entreprise ne cesse de s'allonger avec l'évolution de ce domaine de recherche. Les études réalisées à ce jour à l'aide des modèles de panel à effets fixes et à effets aléatoires indiquent que les principaux déterminants sont la propriété institutionnelle et l'indépendance des conseils d'administration (Al-Najjar et Hussainey, 2011).

Cependant, la gouvernance d'entreprise reste un domaine d'actualité, et, le lien entre la structure du capital et la gouvernance d'entreprise s'inscrit au cœur de ce présent travail. La gouvernance d'entreprise est un mécanisme de contrôle, le lien avec la structure du capital concerne l'utilisation de la dette dans le cadre de ce mécanisme. Les deux aspects de la dette, le service des paiements mensuels et le remboursement de la dette à l'échéance, représentent des mécanismes de contrôle parce qu'une entreprise ne peut pas se permettre d'emprunter si elle est en difficulté de remboursement.

Face aux différents impératifs qui amènent les entreprises de plus en plus à mettre en place des pratiques de la bonne gouvernance, nous nous intéressons dans la présente recherche à étudier

l'impact des mécanismes de gouvernance (structure de propriété et le conseil d'administration) et les caractéristiques du dirigeant sur la structure du capital dans le contexte marocain, qui est considéré comme un environnement institutionnel et culturel différent de la majorité des études sur ce thème.

Dans ce contexte, nous mobilisons des théories qui relèvent principalement des domaines de la finance et du management stratégique. Il s'agit notamment :

- Des théories disciplinaires de la firme (précisément la théorie d'agence et la théorie d'intendance, analysant le comportement humain dans un cadre de décision et constituant un soubassement théorique fondamental à l'approche disciplinaire de gouvernance ;
- La théorie de la cohérence comportementale qui constitue la théorie de référence de l'approche comportementale de gouvernance.

L'objectif de cette approche dite multi théorique est d'adapter les schémas en fonction des mécanismes de gouvernance, plus précisément, en fonction des variables de l'étude (âge du PDG, durée de mandat, proportion d'administrateurs indépendants ou encore présence des investisseurs institutionnels).

Tout ceci nous amène à une question centrale qui constitue notre problématique de recherche, à laquelle nous souhaiterions apporter des éléments de réponses par le biais de ce présent travail de recherche, et qui est la suivante :

« Dans quelle mesure les mécanismes de gouvernance impactent-ils la structure du capital des sociétés marocaines cotées ? »

4. Questions de recherche

La réponse à la problématique soulevée supra se fera via un ensemble de relations causales illustrées dans notre cadre conceptuel. A cet effet, nous nous intéressons particulièrement à trois mécanismes de gouvernance d'entreprise ; il s'agit des caractéristiques du PDG, du conseil d'administration et enfin la structure de propriété. Dans ce sens, trois sous-questions de recherche constituent la base de cette réflexion et le fil logique guidant l'ensemble du présent travail.

Question 1. Quel est l'effet des caractéristiques du PDG sur la structure du capital ?

Cette première question porte sur la façon dont les caractéristiques du PDG pourraient contribuer aux décisions prises entre l'utilisation de la dette ou des capitaux propres. Le PDG a un rôle très influent au sein d'une entreprise, et est responsable des décisions telles que la structure du capital. La sélection de plusieurs caractéristiques des PDG est le résultat d'une combinaison d'études précédentes et de la prise en compte des informations qui sont maintenant produites dans les rapports annuels des entreprises.

Question 2. Quel est l'effet de la composition du conseil d'administration sur la structure du capital ?

La deuxième question vise à déterminer si la composition du conseil d'administration peut influencer le niveau d'endettement d'une entreprise. La composition du conseil d'administration a une forme de gouvernance interne de l'entreprise. La collecte de plusieurs variables explicatives permet d'étudier la relation entre celles-ci et les niveaux d'endettement à long terme, à court terme et total au sein des entreprises marocaines cotées. La sélection des variables explicatives à inclure dans cette étude découle des recherches antérieures dans ce domaine et de la disponibilité des informations supplémentaires dans les rapports annuels. La relation entre le conseil d'administration et la structure du capital d'une entreprise entoure la manière dont la gouvernance d'entreprise est appliquée dans les sociétés, et comment cela se traduit par leur niveau d'endettement.

Question 3. Quel est l'effet de la structure de propriété sur la structure du capital ?

La théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) sous-tend la structure de propriété en raison de la séparation des propriétaires et des gestionnaires au sein des entreprises marocaines. Auparavant, l'accent a été mis sur la propriété institutionnelle. Cependant, l'analyse des rapports annuels a identifié que la structure de propriété inclut d'autres types autres que les investisseurs institutionnels. Les variables de cette étude comprennent la propriété managériale et la propriété étrangère.

5. Approche épistémologique et méthodologique

Les études théoriques et empiriques sur la relation entre les mécanismes de gouvernance d'entreprise et la structure du capital nient l'utilité du courant constructiviste. En général, ces études soumettent les propositions théoriques à la validation empirique tout au moins dans leur

phase de construction (Maurand-Valet, 2011). La tendance des études en comptabilité et en finance supposent que la relation entre ces deux concepts clés de notre étude est une évidence et existent indépendamment du chercheur qui l'observe.

Dans cette optique, la problématique de ce travail de recherche suit un cheminement explicatif qui nous place dans un positionnement épistémologique positif, inspiré des travaux de Thiétart et coll (2003) qui se réfère au positivisme aménagé ou au post-positivisme, et ce en suivant une démarche hypothético-déductive qui permet de soutenir un jugement sur la pertinence des hypothèses de recherche, préalablement avancées dans notre cadrage théorique, en les testant empiriquement à travers l'expérimentation (Charreire et Durieux, 1999).

En outre, le choix de la méthode de recherche adéquate dépend en grande partie de la nature de la question de recherche posée et du contexte de la recherche. Ceci dit, nous estimons que les résultats quantitatifs ne peuvent être seuls révélateurs d'explications des phénomènes de gouvernance et de structure du capital et nous pensons qu'il est plus convenable de procéder par une méthode multidimensionnelle, afin d'assurer une traduction meilleure de la réalité tout en simplifiant cette interaction.

Afin de tester la validité de notre cadre conceptuel, ainsi que notre modèle de recherche, nous avons adopté une méthode de recherche mixte, ayant un design complémentaire à vocation explicative. Dans ce sens, deux études différentes ont été successivement menées dans le cadre d'un processus séquentiel, qui a eu lieu en deux phases différentes et de manière successive :

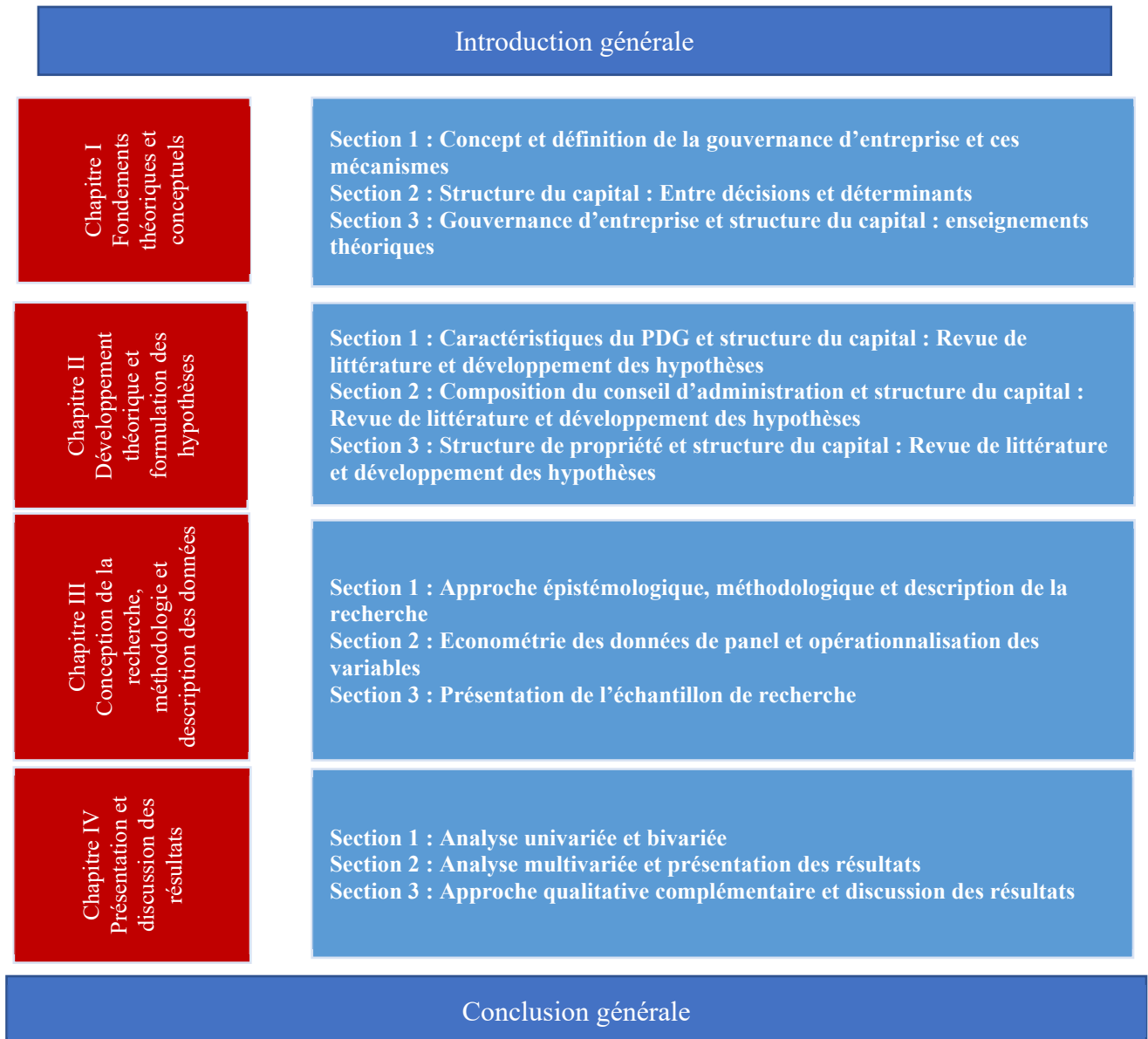
- ➔ Phase quantitative : Une base de données construite et analysée économétriquement. Premièrement, une opérationnalisation de notre cadre conceptuel a été effectuée à travers la technique de régression linéaire des données de panel de 51 entreprises non financières cotées au Maroc entre 2012 et 2019. Dans un deuxième temps, afin de contrôler l'endogénéité, nous avons recouru à la modélisation dynamique par la Méthode Généralisée des Moments (GMM).
- ➔ Phase qualitative : Cette phase nous a permis de mieux comprendre le phénomène étudié et d'enrichir les discussions des résultats quantitatifs préalablement obtenus, et ce à travers des entretiens semi-directifs qui ont été menés auprès des responsables financiers ou chargés de communication et de gouvernance des sociétés marocaines cotées sélectionnées.

6. Plan de la thèse

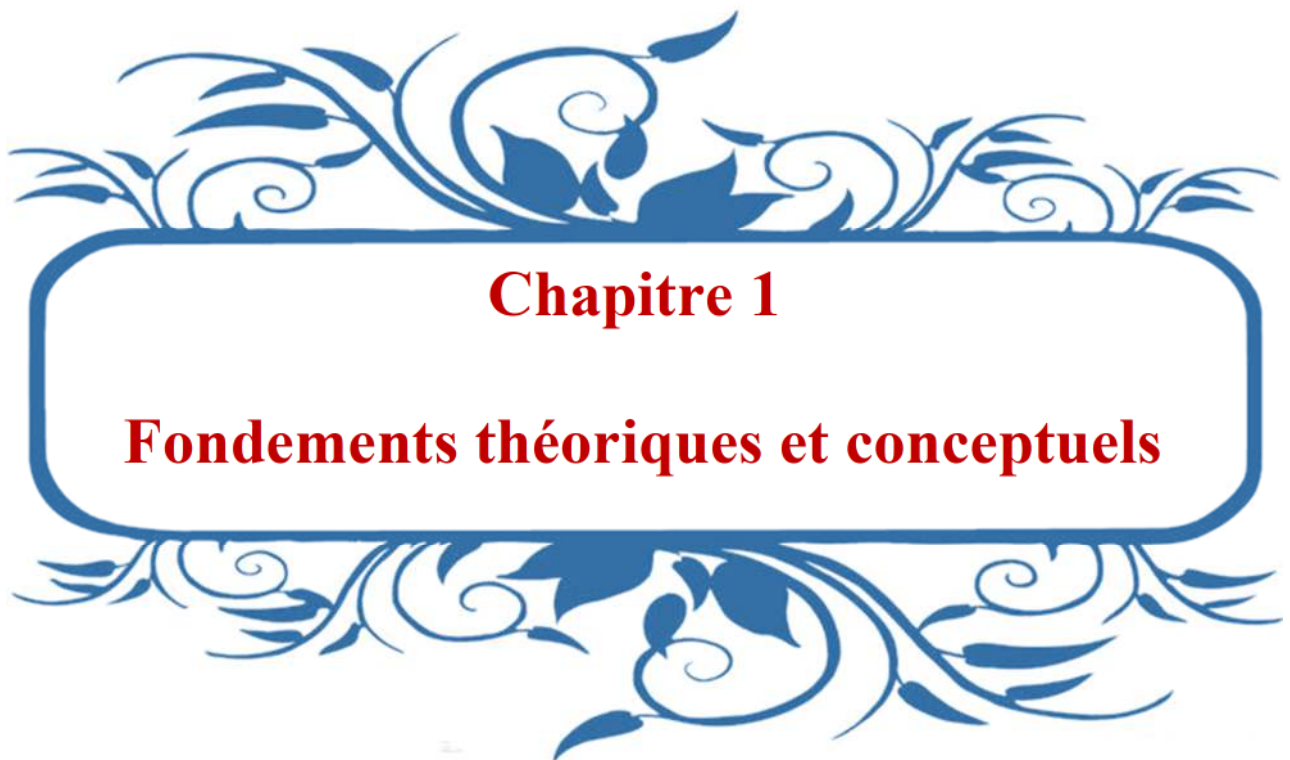
Dans l'objectif de répondre à la question centrale de ce travail de recherche, nous avons retenu une présentation à quatre chapitres :

- **Le premier chapitre** exposera la définition de la notion de gouvernance et son émergence, ainsi les différents mécanismes de gouvernance d'entreprise d'une part, et d'autre part, il sera aussi question de définir le concept de la structure du capital, ses fondements théoriques, classiques et modernes. Ce chapitre sera aussi l'occasion de cerner la présentation des différentes dimensions de la gouvernance d'entreprise et leurs principales théories fondatrices.
- **Le deuxième chapitre** sera consacré à l'analyse de l'impact des mécanismes internes de gouvernance sur la structure du capital, et ce à travers une revue de littérature abondante et réfléchie des recherches théoriques et empiriques qui s'est intéressée au lien entre les deux concepts clés de notre thèse dans plusieurs contextes. Cette analyse qui nous a conduits à formuler un ensemble d'hypothèses de recherche attigent à la nature dudit lien que nous prévoyons tester dans la partie empirique.
- **Le troisième chapitre** se focalisera sur la présentation de la méthodologie qui permettra de répondre à notre problématique de recherche, une étape essentielle qui garantira l'utilisation rigoureuse du cadre conceptuel. Notre ambition, à travers de ce chapitre, est de justifier, premièrement, notre choix du positionnement épistémologique positiviste ainsi que celui de l'approche hypothético-déductive tout en détaillant notre design explicatif. Et deuxièmement, c'est de présenter notre échantillon de recherche et la méthode de collecte des données.
- **Le quatrième chapitre** a pour objectif la présentation des résultats de notre étude empirique, puis à la confrontation de ces derniers avec notre cadrage théorique, également les différentes études empiriques qui se sont intéressées à l'impact des mécanismes internes de gouvernance sur la structure du capital. Pour cela, nous avons eu recours à trois types d'analyses : Univariée, bivariée et multivariée. Dans cette dernière, nous avons mobilisé des modèles économiques linéaires et dynamiques. Nous allons clôturer ce dernier chapitre par une interprétation et une discussion des résultats obtenus ainsi que par un ressort de notre modèle conceptuel de la recherche.

Notre plan se résume comme suit :

Figure 1 : *Structure de thèse*

Source : Elaboré par l'auteur



Introduction du premier chapitre

La gouvernance d'entreprise est fondée sur les principes de confiance des investisseurs et des bailleurs de fonds. Elle requiert la transparence et le contrôle rigoureux. Elle pourrait influencer les décisions stratégiques, notamment celles relatives au financement et à l'investissement. La présente recherche se propose d'étudier l'impact des mécanismes de gouvernance d'entreprise sur la structure du capital. Par ailleurs, avant de prétendre mener une sorte de décortication des liens existants entre ces deux concepts pionniers de cette thèse, il est primordial d'établir une base conceptuelle et théorique.

L'étayage du cadre théorique sur lequel repose l'hypothèse de l'étude, les résultats de la recherche et la contribution est un aspect essentiel de la recherche. Adom, et *al.*, (2018) définissent le cadre théorique comme l'ensemble du "modèle" de la recherche qui sert de rôle d'orientation à la recherche afin de construire une structure basée sur des théories formelles. En d'autres termes, le cadre théorique consiste en la théorie retenue qui sous-tend les pensées et les objectifs de la recherche. Cependant, Lovitts et Lovitts (2008) définit les critères d'application ou de développement de la théorie de la recherche comme nécessitant un alignement logique avec la question de recherche.

Cependant, les théories ne peuvent pas prescrire les besoins spécifiques des chercheurs, mais agissent plutôt comme une lentille pour explorer les différentes possibilités de l'étude à partir d'une variété de perspectives. En effet, le cadre conceptuel et théorique constitue le point de départ du design de la recherche ; l'ancrage théorique et empirique de la recherche demeure ainsi une étape indispensable.

Pour répondre à notre problématique, il convient donc tout d'abord de connaître les origines du concept de la gouvernance d'entreprise afin de comprendre ses définitions et son évolution conceptuelle dans le temps et dans l'espace.

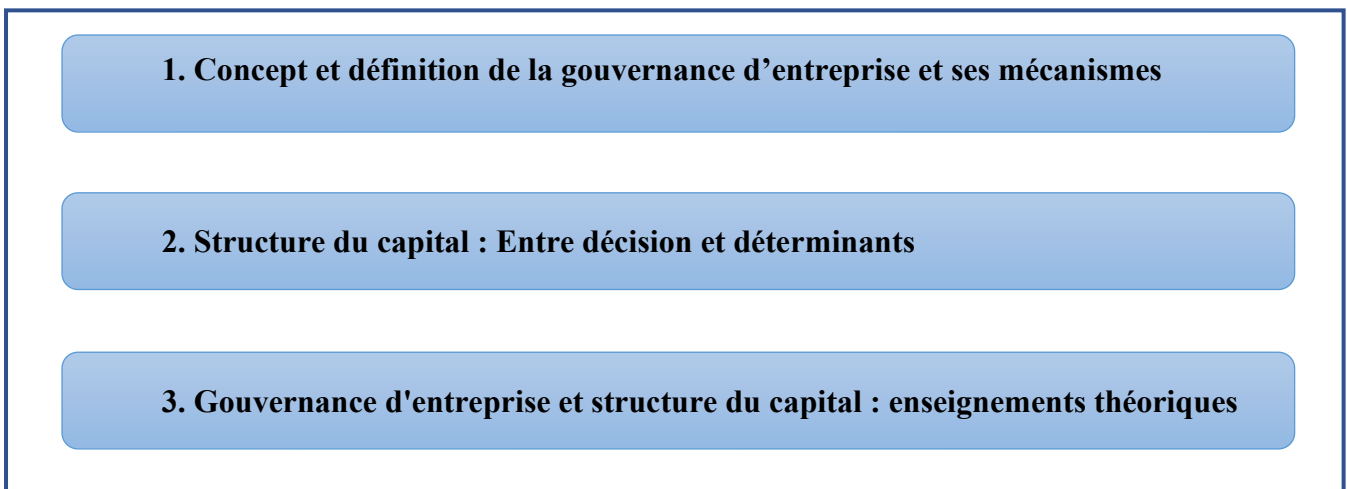
Sur cette lignée, ce chapitre présentera une clarification conceptuelle des notions de la structure du capital et de la gouvernance d'entreprise, ainsi qu'une présentation de leurs principaux courants théoriques. A cet égard, nous avons scindé ce premier chapitre en trois sections :

- Nous allons présenter, de prime abord, la définition de la notion de gouvernance et son émergence, ainsi que ses différents modèles.

- La deuxième section de ce chapitre a pour objectif d'établir les fondements théoriques classiques et modernes de la structure du capital.
- Enfin, l'ambition de la troisième section est de cerner le cadre théorique liant la gouvernance d'entreprise à la structure du capital afin de mettre en évidence les principaux courants théoriques expliquant le lien entre les deux concepts clés de cette recherche.

Ceci nous a conduit à déployer, dans ce chapitre, trois sections que nous schématisons dans la figure suivante qui constitue également le plan du premier chapitre.

Figure 1.1 : *Plan du chapitre 1*



Source : Elaboré par l'auteur

Section 1 : Concept et définition de la gouvernance d'entreprise et ses mécanismes

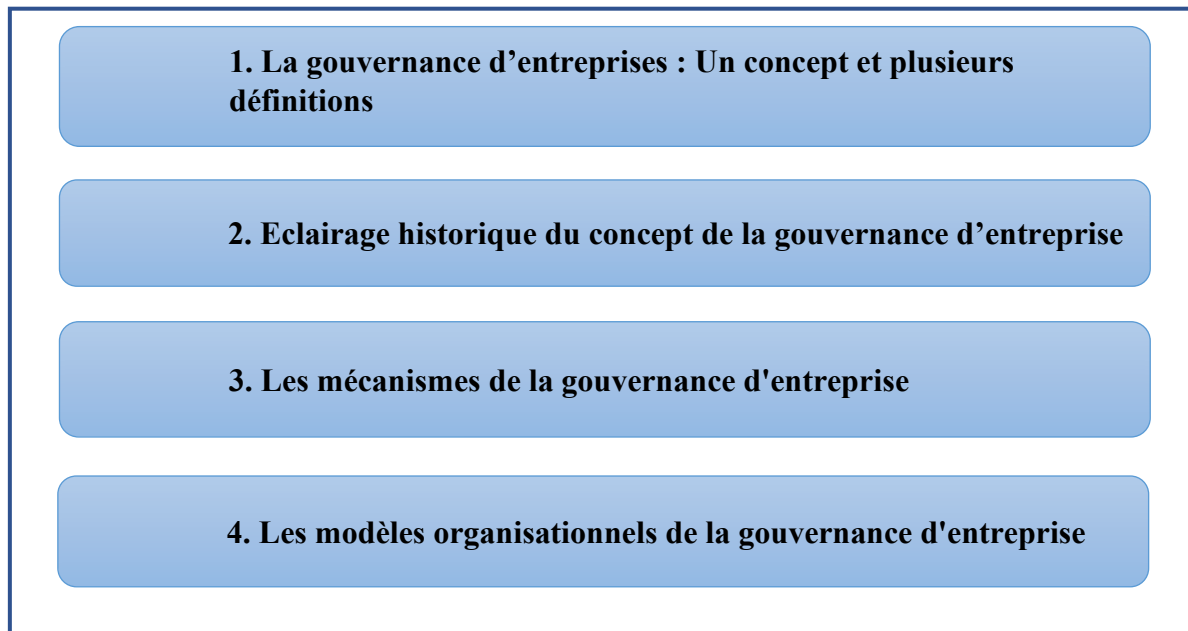
Les crises financières de la fin du XXe et du début du XXIe siècle ont eu pour effet de faire prendre conscience de la nécessité de porter une réflexion sur les systèmes de contrôle des entreprises. Encore aujourd'hui, un constat semblable à celui établi par l'auteur de l'ouvrage « De l'esprit des lois » et à rechercher la mise en place des mécanismes de contrôle et de contre-pouvoirs. Telle est ainsi la vocation de ce qu'on appelle désormais « la gouvernance d'entreprise ».

La gouvernance d'entreprise est un mécanisme visant à maximiser la valeur actionnariale par la gestion "organisationnelle", qui a toujours été liée à des problèmes d'agence (Adel *et al.*, 2019 ; AlHares, 2020). La gouvernance d'entreprise semble affecter la structure du capital et joue un rôle important dans les décisions de financement des entreprises (Haque *et al.*, 2011). Les entreprises peuvent atteindre leurs objectifs, protéger les droits des actionnaires et se conformer à la législation grâce à une structure de gouvernance d'entreprise solide.

- La première sous-section, nous avons essayé, en partant ainsi des différentes définitions proposées dans la littérature, de définir le concept de la gouvernance d'entreprise.
- La deuxième sous-section a pour objectif de présenter la genèse de la gouvernance d'entreprise et son évolution, durant les 15 dernières années, pour réduire les conflits entre les dirigeants et les actionnaires.
- Dans la troisième sous-section, nous s'attarderons sur les mécanismes de gouvernance d'entreprises et leur qualité
- Dans la dernière sous-section, nous présenterons les deux modèles organisationnels de la gouvernance d'entreprise.

Ceci nous a conduit à déployer, dans cette section, quatre points principaux que nous schématisons dans la figure suivante qui constitue également le plan de la section.

Figure 1.2 : Plan de la section 1/Chapitre 1



Source : Elaborée par l'auteur

1.1 Gouvernance d'entreprises : Un concept et plusieurs définitions

Les tentatives de définition de la gouvernance d'entreprise remontent aux années soixante-dix et renvoient aux différents dispositifs mis en oeuvre, afin de réaliser des coordinations internes, visant la réduction des coûts de transactions, générés par le marché (Jacqueline et Gilbert, 2010).

Il n'existe pas de définition universelle de la gouvernance d'entreprise sur laquelle tous les pays s'accordent, et ce en raison de la différence des systèmes économiques, juridiques, politiques et culturels. Par conséquent, différentes définitions peuvent démontrer la gouvernance d'entreprise en fonction du pouvoir associé des parties prenantes intéressées comme les propriétaires, les gestionnaires, les actionnaires et les fournisseurs (Adel et *al.*, 2019).

La question de gouvernance d'entreprise n'est pas nouvelle, mais ce concept reste toujours porteur de sens. Il est sorti de l'obscurité pour se répandre jusqu'à devenir un néologisme. Faisant l'objet de plusieurs débats, la définition de ce concept se pose encore avec une grande acuité et les définitions proposées sont légion, au risque de brouiller la perception du phénomène. Quelle définition peut-on alors donner à la gouvernance d'entreprise ?

Le concept de gouvernance d'entreprise peut être considéré sous au moins **deux angles**, un angle étroit et un angle large :

- Le point de vue étroit vise à maximiser et à protéger l'actionnaire. Shleifer et Vishny (1997) définissent la gouvernance d'entreprise comme la manière dont les fournisseurs de financement d'une entreprise s'assurent d'un bon retour sur investissement. Cette définition est superficielle en ce sens qu'elle met l'accent sur les fournisseurs de financement et ne reconnaît pas les relations entre les parties prenantes et les dirigeants d'une entreprise.
- Le point de vue large consiste à montrer que l'entreprise est responsable d'un groupe plus large de parties prenantes autres que les actionnaires (Puni et Anlesinya, 2020).

Par ailleurs, les institutions internationales ont également présenté des essais de définitions de la *Corporate Governance*. À titre indicatif, l'Information Systems Audit and Control Association (ISACA) associe à la gouvernance le but de :

- Fournir l'orientation stratégique, de s'assurer que les objectifs sont atteints, que les risques sont gérés et que les ressources sont utilisées dans un esprit responsable, tout en veillant en priorité sur le respect des intérêts des « ayants droit » et à faire en sorte que leurs voix soient entendues dans la conduite des affaires⁴.

Selon L'OCDE⁵ (2015) :

- La gouvernance d'entreprise implique un ensemble de relations entre la direction d'une entreprise, son conseil d'administration, ses actionnaires et les autres parties prenantes.

Dans le contexte marocain, le Code Marocain des Bonnes Pratiques de Gouvernance d'Entreprise de 2008 (CMBPGE)⁶ définit pareillement la gouvernance d'entreprise comme étant :

- 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.

Une des définitions qui domine la littérature est celle due à Charreaux (1997)⁷, pour qui la gouvernance d'entreprise recouvre :

- L'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui « gouvernent » leur conduite et qui définissent leur espace discrétionnaire.

Cadbury (2000) a défini la gouvernance d'entreprise comme :

- L'équilibre entre les objectifs économiques et sociaux et entre les objectifs individuels et collectifs visant à encourager l'utilisation efficace des ressources et à exiger la responsabilité de la gestion de ces ressources. L'objectif est d'aligner les intérêts des individus, des entreprises et de la société.

⁴ <https://www.isaca.org/resources/news-and-trends/isaca-now-blog/2016/corporate-governance-evaluating-and-directing-value-creation> , Consulter le 22 Décembre 2021

⁵ OCDE : Organisation de coopération et de développement économique

⁶ « AMMC - Code marocain de bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise », consulte le 17 octobre 2021, https://www.ammc.ma/sites/default/files/CODE_MAROCAIN.pdf.

⁷ Charreaux « Vers une théorie du gouvernement des entreprises ». p. 421.

Dans cette optique, Boulerne et Sahut (2010) ont défini la gouvernance d'entreprise comme

- Une philosophie et un mécanisme qui impliquent des processus aussi qu'une structure qui facilitent tous la création de valeur pour les actionnaires et protègent les intérêts de toutes les parties prenantes.

Cornelius (2005), a défini la gouvernance d'entreprise comme :

- Un ensemble d'objectifs et de stratégies définis par les administrateurs d'entreprise et leurs mises en œuvre.

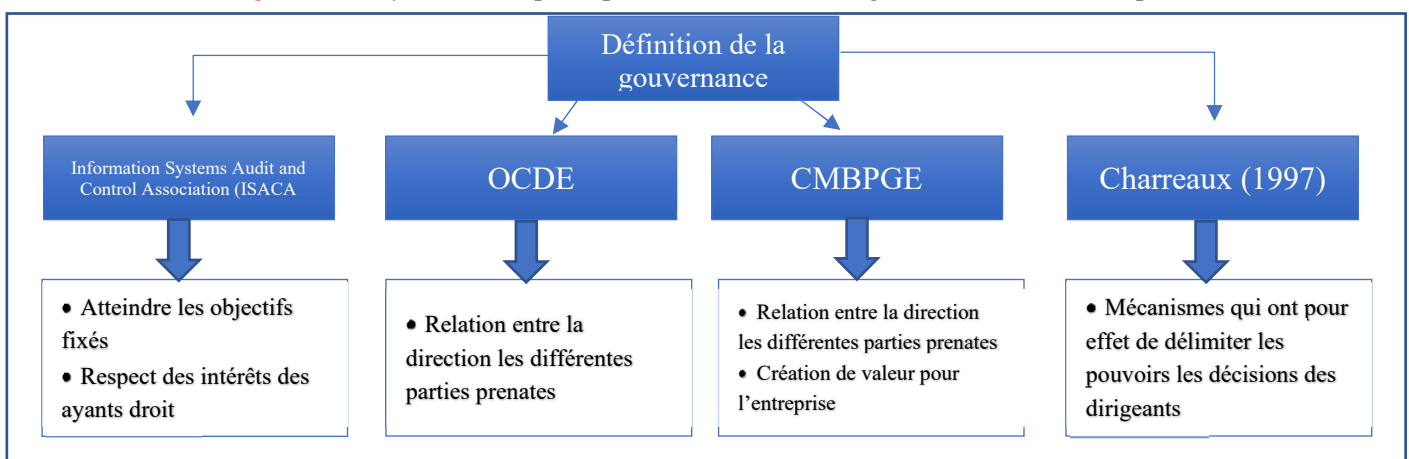
La gouvernance d'entreprise fait généralement référence aux mécanismes, processus et relations par lesquels les entreprises sont contrôlées et dirigées (Becht et *al.*, 2003).

Dans les pays de la région MENA, le concept de gouvernance d'entreprise n'est pas clairement défini. De nombreux directeurs et gestionnaires, et même des universitaires, ont du mal à faire la distinction entre les questions de gouvernance d'entreprise et les questions de gestion d'entreprise (Boutros-Ghali, 2002).

Cette recherche adopte la définition utilisée par **les Principes de l'OCDE** (2004) parce que la définition est complète et couvre tout le cadre de la gouvernance d'entreprise. Dans cette étude, les entreprises contrôlent et dirigent non seulement la relation entre les actionnaires, la direction et le conseil d'administration, mais elles sont également considérées comme ayant des responsabilités envers toutes les parties prenantes. Par conséquent, cette perspective des parties prenantes, qui est préconisée par les principes de gouvernance d'entreprise de l'OCDE, sera examinée dans cette recherche.

Nous pouvons à cet effet synthétiser les principales définitions de la gouvernance de l'entreprise dans la figure suivante :

Figure 1.3 : Synthèse des principales définitions de la gouvernance de l'entreprise



Source : Elaborée par l'auteur

1.2 Eclairage historique du concept de gouvernance d'entreprise

Le concept de gouvernance d'entreprise remonte à l'évolution des économies et de la dissociation entre les fonctions de propriété et de gestion. En effet, contrairement à l'économie rurale ou artisanale, l'économie du marché s'est caractérisée par un développement des techniques de production, ainsi qu'une séparation entre les opérateurs et les propriétaires des entreprises dans le cadre du capitalisme marchand. Cette époque se distinguait par les firmes capitalistiques dont l'activité principale correspondait à la production de biens et services en transformant des inputs (matières premières, capital et travail) ; avec la façon la plus efficace et efficiente, dans le cadre d'une situation de non-concurrence et d'absence de progrès technique.

Ensuite, dans la phase de l'économie industrielle, le processus de production de ces outputs était largement impacté par le développement économique et les fortes révolutions technologiques, qui ont nécessité des investissements lourds de la part des entreprises. Ceci s'est automatiquement traduit par la complexité des structures financières de ces dernières.

De ce fait, ces firmes se trouvaient contraintes de recourir à des ressources externes de financement face à une insuffisance de leurs moyens propres, ce qui a favorisé davantage le passage progressif à la firme managériale.

En effet, ces besoins en capitaux n'ont pu être satisfaits que par la popularisation de certains instruments institutionnels qui ont marqué l'époque du capitalisme marchand (banques, sociétés de capitaux et bourses des valeurs) et qui ont reflété une dissociation claire entre les détenteurs des firmes et les managers. D'où la naissance de la problématique de gouvernance d'entreprise.

1.2.1 Du moyen âge à l'époque contemporain

La gouvernance d'entreprise est inséparable des modèles du capitalisme et du libéralisme, car il n'y a pas de gouvernance d'entreprise sans entreprise et pas d'entreprise sans actionnaires (qu'ils soient privés ou publics) (Combemale et Alberto, 2010). En outre, la problématique de la gouvernance d'entreprise engage la conception même du capitalisme au début du XXIe, car ses théories et ses pratiques dépendent de la définition du capitalisme et de ses différentes variantes. D'où l'intensité des actuelles controverses sur les enjeux de la gouvernance, ce questionnement n'étant que le dernier avatar d'un débat, initié par Adam SMITH et sa *Richesse des nations*⁸, sur la finalité (si tant est qu'elle existe) du système capitaliste (Dermange, 2003).

⁸ La Richesse des nations, est le plus célèbre ouvrage d'Adam Smith. Publié en 1776.

La situation a bien changé depuis les analyses de deux éminents représentants de la dismal science : Burnham qui prophétisait en 1941 que « le capitalisme a disparu totalement dans des pays de plus en plus nombreux. Il est partout en retraite » (Burnham , 1941). Schumpeter lui-même envisageait de manière « froidement critique » l'avènement du socialisme (Schumpeter, 1951). Privé depuis la chute du Mur de Berlin, le 9 novembre 1989, d'alternative crédible, le capitalisme « constitue désormais le cadre économique dans lequel évoluent la plupart des pays dans l'ensemble du monde »⁹.

La disparition de tout contre-modèle aurait pu nous amener paisiblement vers la fin de l'histoire et entraîner le système capitaliste à faire sienne la devise d'Ivan BOESKY, célèbre arbitragiste des années 80 à Wall Street : « Vive la cupidité ! » (Guilhot, 2005). Mais, en réalité, le capitalisme ne se réduit nullement à la cupidité, même si cette dernière reste indéniablement un des ressorts principaux de ses acteurs les plus dynamiques. Si le capitalisme est synonyme de recherche d'un profit, un profit sans cesse renouvelé, toute entreprise a une obligation de rentabilité ne serait-ce que pour survivre : elle y est contrainte (Guilhot, 2005).

Comme l'explique Max Weber¹⁰, « là où toute l'économie est soumise à l'ordre capitaliste – c'est particulièrement le cas depuis la chute du Mur de Berlin qui correspond grosso modo au renouveau des réflexions sur la gouvernance – une entreprise capitaliste individuelle qui ne serait pas animée par la recherche de la rentabilité serait condamnée à disparaître ».

Pour cela, l'organisation du pouvoir détermine assez largement le pouvoir de l'organisation sur ses marchés et la bonne Gouvernance, le « management du management » devient, en dernière analyse, un facteur concurrentiel parmi d'autres et comme les autres.

1.2.2 Finalités et formes de la gouvernance d'entreprise : Quinze ans de réflexions

Plusieurs raisons justifient l'âpreté et la vivacité des débats sur les bonnes pratiques à adopter en matière de gouvernance d'entreprise, car depuis le début des années 1990, l'environnement des sociétés a profondément changé. Ainsi, Richard et Mieillet (2003) distinguent cinq grandes mutations de l'économie depuis une quinzaine d'années. En premier lieu, ils notent que l'économie semi-étatique s'est transmuée en une vraie économie de marché, où le rôle de l'État et les schémas qu'il a imposés à la société ont été remis en cause. L'actionnaire, quantité négligeable quand le financement était étatique ou bancaire, devient un acteur-clé dès lors qu'il est le principal bailleur de fonds. Les marchés de capitaux se sont ouverts, amenant ainsi les

⁹ Jessua Claude, dans Les Echos du 28 janvier 2002, page 52.

¹⁰ WEBER Max, L'éthique protestante et l'esprit du capitalisme, suivi d'autres essais, traduction GROSSEIN J.-P., Paris : GALLIMARD, 2003 (coll. « Bibliothèque des sciences humaines »). Page 12

sociétés marocaines à internationaliser leur capital et les investisseurs étrangers à être beaucoup plus écoutés, les actionnaires étrangers exportant par là même leur mode de gouvernance d'entreprise (Sadqi et *al.*, 2020).

Ce qui était hier perçu comme de l'impérialisme économique s'impose naturellement aujourd'hui comme une règle normale de fonctionnement des marchés ouverts. Les mises en cause de la responsabilité des administrateurs se sont également développées, tant sur le plan civil que pénal, provoquant diverses réactions desdits administrateurs, ainsi que de salutaires réflexions, notamment sur le rôle du Conseil d'administration, qui ne pouvait demeurer une simple «chambre d'enregistrement » (Schatt, 2008).

Ajoutons à ces cinq facteurs, la prise de conscience générale et le réveil des actionnaires et des autorités de tutelle qui deviennent de plus en plus exigeants en matière de contrôle des dirigeants sociaux, et on comprendra parfaitement pourquoi le débat autour de la gouvernance d'entreprise s'est imposé dans les pays capitalistes comme un sujet incontournable.

Plus précisément, les 15 dernières années peuvent être scindées en deux périodes.

- La première période de réflexion sur la gouvernance d'entreprise a touché en même temps l'ensemble des pays riches et a vu fleurir les codes de bonnes pratiques, issus des milieux d'affaires et des institutions comme le FMI ou l'OCDE (appelée par commodité « **l'âge des codes de bonnes conduites** »).
- La seconde période de la gouvernance d'entreprise a été déclenchée par les affaires en 2000-2001 et se caractérise non seulement par des versions plus exigeantes des codes de bonnes pratiques existants, mais aussi par des recommandations ou principes formulés par des institutions non liées au milieu d'affaires, mais surtout par un changement dans la nature même des textes : les places financières ont édicté, via leur entreprise de marché, des règles qui s'imposent à l'ensemble des sociétés cotées sur leur marché, et surtout, les législateurs, répondant à l'émoi des actionnaires et des citoyens face aux scandales, ont voté des lois plus draconiennes (appelée « l'âge des règles normatives »)

1.2.3 Gouvernance d'entreprise : Une nouvelle ère

En raison des scandales financiers et comptables mondiaux qui ont éclaté au début des années 2000, par exemple la fraude chez Enron, Worldcom, Parmalat et Royal Ahold, et en raison du besoin croissant de conditions commerciales stables et productives qui assurent la protection des droits et des intérêts des parties prenantes internes et externes, la gouvernance d'entreprise est devenue une question importante et prépondérante.

Johnston et Gudergan, (2007) ont affirmé qu'il est nécessaire de mettre en place un système de responsabilité qui contrôle les scandales résultant de problèmes entre les actionnaires et les dirigeants des entreprises. La crise financière internationale qui s'est révélée au cours de l'année 2008 constitue un facteur supplémentaire pour exiger aux dirigeants d'entreprises le respect des principes de gouvernance. Cependant il est souhaitable que le législateur se saisisse le moins possible du sujet, laissant aux organisations patronales le soin de définir les règles adaptées à leur environnement économique et culturel tout en s'appuyant sur l'obligation de transparence.

La relation entre les propriétaires et les gestionnaires est le thème central de la gouvernance d'entreprise. Les actionnaires financent les nouveaux investissements dans l'entreprise et la direction est responsable de la réalisation des meilleurs rendements pour eux. Bodaghi et Ahmad (2010) ont indiqué que l'objectif principal de la gouvernance d'entreprise est notamment de protéger les intérêts des actionnaires (propriétaires) contre l'opportunisme des gestionnaires.

Miloud, (2022) a suggéré que le concept de la gouvernance d'entreprise est née des problèmes potentiels associés à la séparation de la propriété et du contrôle qui distingue la théorie moderne de l'entreprise. Ainsi, ce concept peut être décrit comme un ensemble de dispositifs et de mécanismes de marché et institutionnels qui persuadent les gestionnaires (contrôleurs) de maximiser la valeur de l'entreprise dans le meilleur intérêt des actionnaires (propriétaires).

La gouvernance d'entreprise indique comment les entreprises sont gouvernées. En outre, il améliore les performances de l'entreprise en organisant les relations entre toutes les parties prenantes à l'intérieur et à l'extérieur de l'entreprise. La relation entre les dirigeants et les actionnaires est la partie la plus importante de la gouvernance d'entreprise. Selon Refakar et Ravaonorohanta, (2020), les actionnaires estiment que les dirigeants réagissent de manière rationnelle à des facteurs tels que de meilleurs contrats de rémunération, le contrôle de l'entreprise, l'activisme des actionnaires, la surveillance du conseil d'administration et le contrôle par des tiers.

1.3 Les mécanismes de gouvernance d'entreprise

Les mécanismes internes de gouvernance d'entreprise correspondent aux différentes mesures mises en place intentionnellement et spécifiquement par l'entreprise, afin de maximiser, préserver et partager la création de valeur pour l'ensemble de ses parties prenantes, dans le cadre d'une perspective de durabilité. Le choix de ces mécanismes est largement impacté par l'approche de gouvernance adoptée par l'entreprise (disciplinaire ou comportementale). Cette dernière détermine également la perspective d'analyse de son efficacité organisationnelle retenue, ainsi que les critères d'évaluation de son système de gouvernance.

En raison des problèmes d'agence présentés dans la séparation de la propriété et du contrôle, en particulier lorsqu'il s'agit de déterminer la politique de la structure du capital, il existe de nombreux mécanismes de gouvernance d'entreprise différents permettant aux entreprises de contrôler les actions de l'équipe de direction de manière efficace. Certains de ces mécanismes comprennent : La structure de propriété, les caractéristiques du PDG et la composition du conseil d'administration de l'entreprise.

Ce dernier est largement considéré comme le mécanisme de gouvernance interne le plus populaire, car il fonctionne en étroite collaboration avec l'équipe de direction (Hollandts, 2015 ; Madhani, 2017 ; Sewpersadh, 2019). Toutefois, certains facteurs ou caractéristiques peuvent affecter l'efficacité du conseil d'administration d'une entreprise, comme la taille du conseil (Sisli-Ciamarra, 2012 ; Tarus et Ayabei, 2016) et la composition du conseil (Germain et *al.*, 2014 ; Shahzad et *al.*, 2017).

La littérature actuelle concernant la relation entre la structure du capital et les mécanismes de gouvernance d'entreprise est mitigée et pourrait donc être considérée comme peu concluante. Cole et Schneider, (2020) ont réalisé une analyse documentaire exhaustive sur la relation entre la gouvernance d'entreprise et la structure du capital. L'analyse a porté à la fois sur les marchés émergents et les marchés développés afin de déterminer s'il existe des tendances dans la littérature. Les résultats de l'étude ont montré que les mécanismes de gouvernance d'entreprise susmentionnés étaient statistiquement significatifs¹¹ sur certains marchés, mais statistiquement non significatifs¹² sur d'autres marchés (Cole et Schneider, 2020).

¹¹ Au niveau de 5 %

¹² Au niveau de 1 %

La plupart des divergences constatées dans la littérature peuvent exister pour une multitude de raisons, à savoir les différents facteurs juridiques, culturels et/ou institutionnels présents sur certains marchés, mais absents sur d'autres (Cole et Schneider, 2020).

Selo Sewpersadh (2019), les mécanismes de gouvernance d'entreprise peuvent être générés par la surveillance et le contrôle du vote des actionnaires ou du conseil d'administration sur la gestion et la structure financière, dispositif représenté par le levier d'endettement. Ces dispositifs organisent la structure de l'actionnariat d'une entreprise, les relations avec les parties prenantes, la transparence financière et la divulgation d'informations ainsi que la figure du conseil d'administration.

1.3.1 Qualité des mécanismes de gouvernance

La qualité des mécanismes de gouvernance d'entreprise est impérative en termes d'efficacité du contrôle. Les entreprises dotées d'une gouvernance d'entreprise plus forte sont largement considérées comme ayant une plus grande transparence financière et des niveaux d'asymétrie d'information inférieurs à ceux des autres entreprises (Aldamen et Duncan, 2012).

Théoriquement, on peut supposer que la relation entre la qualité de la gouvernance d'entreprise et la structure du capital serait positive puisqu'une gouvernance forte devrait permettre aux entreprises d'emprunter à un taux plus faible, et donc d'obtenir davantage de financement par l'emprunt (Hermassi et *al.*, 2017). Aldamen et Duncan (2012) ont soutenu cette hypothèse en constatant que les entreprises ayant une meilleure qualité de gouvernance d'entreprise avaient une plus grande probabilité d'accéder à un financement par l'emprunt. Cela suggère qu'une augmentation de l'accès au financement par l'emprunt entraînerait une augmentation du levier financier, et représente donc une relation positive avec la qualité de la gouvernance d'entreprise. Aldamen et Duncan (2012) ont également utilisé une analyse de variance pour justifier que les entreprises ayant une gouvernance d'entreprise plus faible étaient statistiquement différentes de celles ayant une gouvernance d'entreprise plus forte en termes de niveau d'endettement de l'entreprise.

1.3.2 Qualité de la gouvernance de l'entreprise et structure du capital

Jiraporn et *al.* (2012) ont constaté que la qualité de la gouvernance d'entreprise avait une relation négative avec la structure du capital lorsqu'ils ont appliqué une régression¹³ aux données recueillies auprès de 1 890 entreprises déclarées par le Service des actionnaires institutionnels. Ces résultats soutiennent la théorie de l'agence de la structure du capital, car la relation négative

¹³ Jiraporn et *al.* (2012) ont opté pour la régression linéaire multiple dans leur tests statistiques

implique que les entreprises dotées de mécanismes de gouvernance d'entreprise plus solides ont tendance à utiliser moins de dettes, en moyenne, que les entreprises dotées de mécanismes de gouvernance d'entreprise plus faibles. Cela pourrait également indiquer que les entreprises ayant une mauvaise gouvernance d'entreprise utilisent des niveaux d'endettement plus élevés comme substitut pour surveiller le comportement des dirigeants (Djohanputro, 2015 ; Ibrahim et Zulkafli, 2018).

Dans une étude plus récente, Hermassi et *al.* (2017) ont également constaté une relation négative entre la qualité de la gouvernance d'entreprise et la structure du capital en analysant les données de 70 entreprises canadiennes de divers secteurs.

Dans l'ensemble, la cohérence de ces résultats pourrait suggérer que les actionnaires font davantage confiance aux gestionnaires pour les décisions de financement lorsque la gouvernance d'entreprise est forte, ce qui pourrait également permettre un recours accru au financement par actions sans avoir à se soucier de créer des problèmes d'agence supplémentaires (Djohanputro, 2015 ; Hermassi et *al.*, 2017).

Selon Ibrahim et Zulkafli (2018), la qualité de la gouvernance d'entreprise est également importante pour pouvoir s'adapter à la structure optimale du capital. Le coût disciplinaire de l'endettement entrave la capacité d'une entreprise à s'adapter à une structure de capital optimale¹⁴ (Djohanputro, 2015). Les entreprises à fort effet de levier et dotées de mécanismes de gouvernance d'entreprise faibles n'ont pas pu s'orienter vers leur structure de capital optimale aussi rapidement que les entreprises dotées de mécanismes de gouvernance d'entreprise forts (Djohanputro, 2015 ; Ramli et *al.*, 2019).

Ces résultats ne dépendent pas nécessairement du niveau d'endettement, car Ramli et *al.*, (2019) ont constaté que les entreprises à faible endettement et dotées de faibles mécanismes de gouvernance d'entreprise n'étaient pas non plus en mesure de se rapprocher de leur structure de capital optimale aussi rapidement que les entreprises à faible endettement dotées de solides mécanismes de gouvernance d'entreprise.

Les dirigeants peuvent essayer de tirer profit des actionnaires d'une société à faible qualité de gouvernance d'entreprise, parce qu'ils peuvent s'adapter beaucoup plus rapidement à une structure de capital qui est bénéfique pour eux qu'ils ne peuvent s'adapter à une structure de capital bénéfique aux actionnaires (Djohanputro, 2015 ; Ramli et *al.*, 2019). Par conséquent, la capacité d'une entreprise à s'adapter à sa structure de capital optimale est importante pour les

¹⁴ En particulier si l'on considère la qualité des mécanismes de gouvernance d'entreprise

actionnaires, car une structure de capital optimale est une structure qui maximise la valeur de l'entreprise.

Une autre explication de la qualité de gouvernance d'entreprise est fournie par la présence des investisseurs institutionnels. Habib (2015) défend l'idée que les investisseurs institutionnels ont largement contribué au développement de la gouvernance d'entreprise, car celle-ci permet de s'assurer d'une meilleure efficacité des dirigeants des entreprises dans lesquelles ils ont investi. Agissant pour le compte de tiers, ils cherchent à optimiser le rendement de leurs investissements et agissent en ce sens auprès des entreprises dont ils sont actionnaires.

1.4 Modèles organisationnels de la gouvernance d'entreprise

Deux modèles organisationnels distincts de nature institutionnelle s'opposeraient:

- Le modèle *outsider ou market based*, caractérisé par une structure du capital dispersée, une forte protection juridique des actionnaires et des exigences de transparence de l'information codifiée;
- Le modèle *insider/blockholder*, caractérisé par une structure du capital concentrée, une faible protection juridique des investisseurs minoritaires et de faibles exigences de transparence de l'information (Rubinstein, 2002)

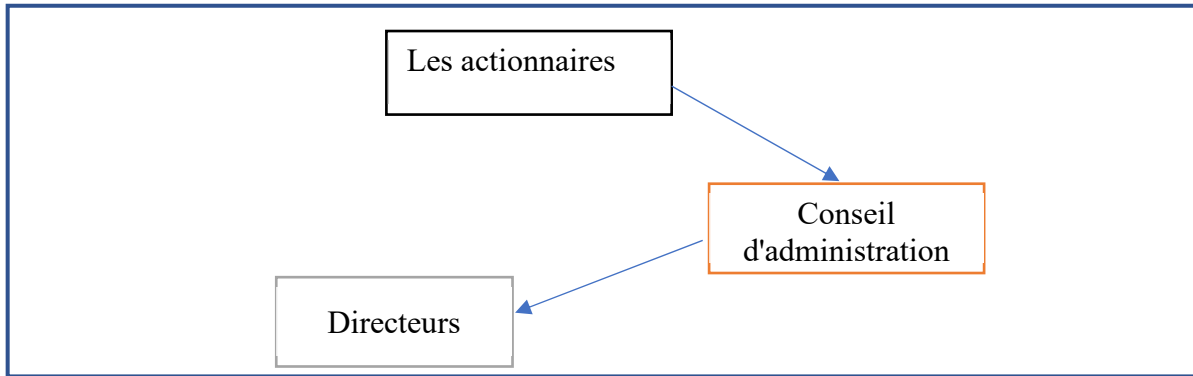
1.4.1 Modèle extérieur

Selon l'hypothèse du modèle extérieur (Outsider) de gouvernance d'entreprise, le marché représente le mécanisme de contrôle le plus efficace des sociétés en raison de la séparation de la propriété et du contrôle dans les grandes entreprises cotées en bourse. Cette forme de système de gouvernance prédomine dans les pays caractérisés par de grandes sociétés cotées en bourse, une propriété largement dispersée, un conseil d'administration indépendant, des activités d'acquisition actives, des informations transparentes, des marchés de capitaux liquides¹⁵ et un système juridique et des structures financières bien développés, comme les États-Unis (Cernat, 2004 ; Ahmad et Omar, 2016).

La figure 3 ci-dessous montre le flux de pouvoir et d'autorité des actionnaires vers la direction par l'intermédiaire du conseil d'administration dans le cadre du "modèle extérieur" anglo-saxon de gouvernance d'entreprise.

¹⁵ Marchés de capitaux liquides ont la capacité d'acheter ou de vendre rapidement les actifs qui y sont cotés sans que cela ait d'effet majeur sur les prix.

Figure 1.4 : Flux du modèle extérieur.



Source : Adoptée de Cernat, 2004

1.4.2 Modèle intérieur

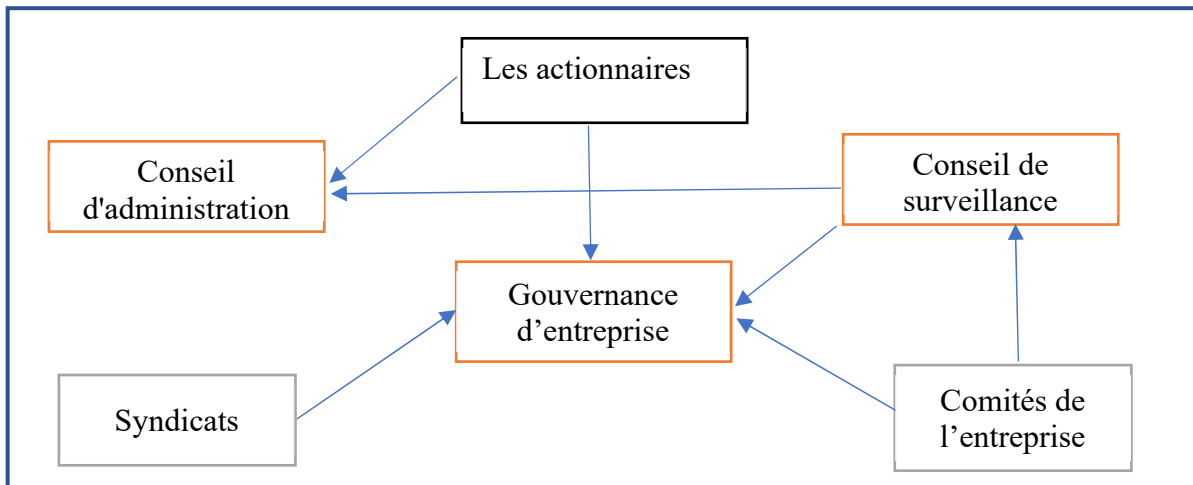
Le modèle de gouvernance d'entreprise basé sur les initiés (insider) repose davantage sur le contrôle de la direction. Le modèle de gouvernance d'entreprise de l'initié est basé sur des perspectives plus larges, c'est-à-dire la théorie des parties prenantes, qui suggère que les gestionnaires sont les outils les plus importants pour sauvegarder non seulement les intérêts des actionnaires, mais aussi ceux des autres parties prenantes internes et externes (Sacconi et *al.*, 2010). Les pays qui suivent ce modèle de gouvernance ont des sociétés cotées relativement petites, des niveaux de levier financier plus élevés, des conseils d'administration vigilants, un actionnariat concentré, des marchés de capitaux illiquides et des informations limitées (Sbai et Meghouar, 2017).

Toutefois, il convient de noter que certains documents connexes antérieurs montrent qu'une certaine concentration de la propriété existe même dans les pays qui suivent le modèle de gouvernance d'entreprise extérieur, notamment les États-Unis et le Royaume-Uni¹⁶. Le modèle de gouvernance interne est prédominant dans la plupart des pays européens et dans certains pays asiatiques comme le Japon. Contrairement au modèle de la gouvernance d'entreprise extérieur qui dépend principalement du financement par actions, les initiés sont plus susceptibles de dépendre des financements familiaux et bancaires (Cernat, 2004).

La figure 4 ci-dessous montre les interrelations entre les participants du modèle de gouvernance d'entreprise d'initier "le modèle d'Europe continentale".

¹⁶ Voir, par exemple, Shleifer, A., et R. Vishny. 1986. Les grands actionnaires et le contrôle des entreprises. *Journal of Political Economy* 94:461-88. Et, Morck, R., A. Shleifer, et R. W. Vishny, 1988, Management ownership and market valuation : an empirical analysis, *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.

Figure 1.5 : Flux du modèle de gouvernance d'entreprise par les initiés



Source : Adoptée de Cernat (2004)

Conclusion de la section

La gouvernance d'entreprise est l'un des principaux moyens permettant de résoudre les conflits entre les actionnaires et les dirigeants. Cette section préliminaire avait pour objectif de présenter le cadre d'émergence du concept « Gouvernance d'entreprise » et la séparation de la propriété et du contrôle afin d'atténuer les problèmes d'agence.

Au début de cette section, nous avons essayé de clarifier le parcours historique de la gouvernance d'entreprise tout en précisant la signification courante de ce concept. Au regard du développement qui ont été exposés, les entreprises ont favorisé le passage à la firme managériale, vu l'insuffisance des moyens de financement interne et le recours au financement externe, ce qui a provoqué l'émergence d'une dissociation entre les détenteurs de la firme et les dirigeants.

De même, il n'existe pas une définition unique de la gouvernance d'entreprise. En effet, les auteurs définissent la gouvernance d'entreprise comme étant l'ensemble des structures et des mécanismes d'allocation, de contrôle et d'exécution du pouvoir au sein des entreprises. La définition de la corporate governance que nous avons proposée correspond à la manière dont le pouvoir est ordonné et exercé, afin d'assurer le pilotage de l'entreprise, dans un souci d'une pérennité et de création de valeur pour l'ensemble de ses parties prenantes.

Certes, la littérature actuelle concernant la relation entre la structure du capital et la qualité des mécanismes de gouvernance d'entreprise est mitigée et pourrait donc être considérée comme peu concluante, mais à l'unanimité, les entreprises dotées d'une gouvernance d'entreprise plus forte sont largement considérées comme ayant une plus grande transparence financière et des niveaux d'asymétrie d'information inférieurs à ceux des autres entreprises.

Section 2 : Structure du capital : Entre décisions et déterminants

Depuis plusieurs décennies, l'étude de la structure du capital a constitué le thème capital de la finance de l'entreprise. C'est ainsi que des théories ont été développées sur les déterminants de la structure du capital. En dépit de ces efforts importants, la question du comportement financier de la firme ne cesse d'attirer l'attention des travaux théoriques récents ainsi que des travaux empiriques.

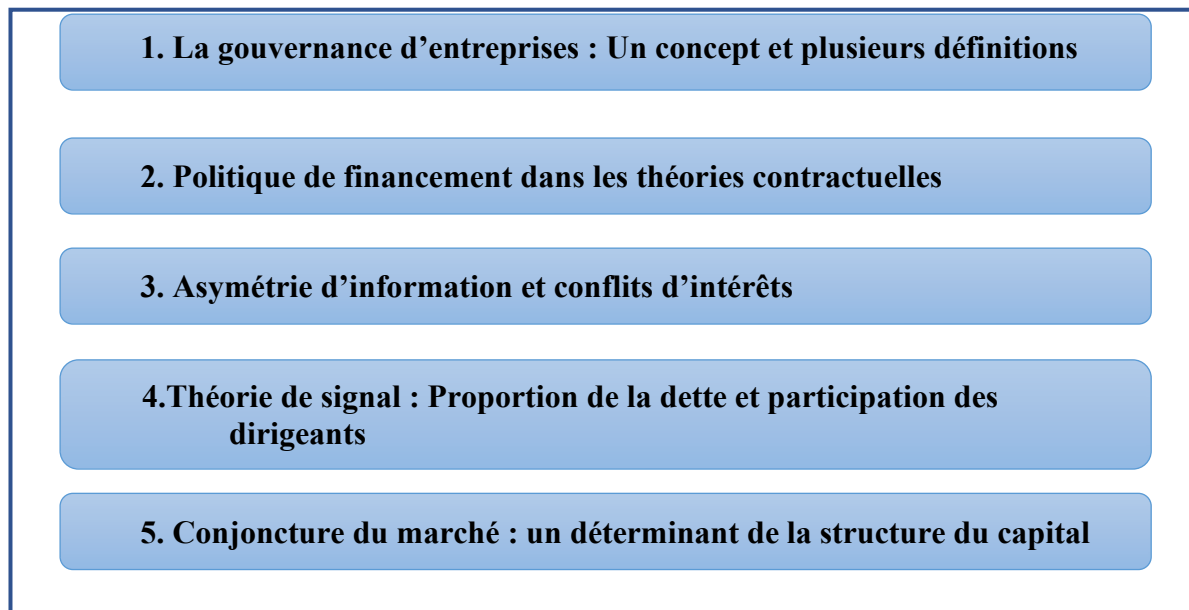
Les entreprises utilisent diverses sources de financement pour combler les besoins opérationnels et financiers en vue de la réalisation de leur objectif. Elles ont généralement recours à des emprunts et à des fonds propres pour répondre à leurs besoins d'exploitation et de financement. En effet, leur structure du capital est la combinaison de dettes et de capitaux propres que l'entreprise utilise pour financer son activité. Dans le cadre de l'ensemble d'hypothèses le plus restrictif, la décision relative à la structure du capital - le choix entre le montant de la dette et celui des capitaux propres qu'une entreprise utilise pour financer ses investissements - n'est pas pertinente

Etant donné que la structure du capital est une notion centrale de la présente étude, il est d'une importance majeure d'identifier clairement la définition pertinente et précise des dettes et des fonds propres, deux composantes de la structure du capital. En outre, cette dernière est l'un des éléments clés de la stratégie de l'entreprise, car son succès dépend de l'efficacité de la recherche de sources et de proportions appropriées de fonds empruntés et de fonds propres. En d'autres termes, l'entreprise peut bénéficier de la bonne combinaison de dettes et de fonds propres non seulement en augmentant sa production et ses ventes, mais aussi en augmentant sa valeur.

De ce fait, dans la présente section, et avant d'aborder les théories fondamentales de la structure du capital, nous tenterons dans la première sous-section, de retracer la définition des composantes de la structure du capital. Par ailleurs, dans la deuxième sous-section, nous prétendons de présenter les fondements théoriques de la structure du capital, entre neutralité, arbitrage et asymétrie d'information. En effet, dans la plupart des travaux liés à la structure du capital, ces trois fondements ont été mobilisés soit individuellement soit conjointement.

Ceci nous a conduit à déployer, dans cette section, cinq points principaux que nous schématisons dans la figure suivante qui constitue également le plan de la section :

Figure 1.6 : *Plan de la section 2/Chapitre 1*



Source : Elaborée par l'auteur

2.1 Structure du capital : Distinction des dettes et des capitaux propres

Pour tester la relation entre la gouvernance d'entreprise et la structure du capital, il est nécessaire de définir ce dernier. De nombreuses définitions empiriques différentes ont été utilisées. Certains chercheurs préconisent l'effet de levier comptable¹⁷, tandis que d'autres préconisent le levier de marché. Selon Myers (1977), les gestionnaires se concentrent sur l'effet de levier comptable parce que la dette est mieux soutenue par les actifs en place que par les opportunités de croissance. L'effet de levier comptable est également préféré parce que les marchés financiers fluctuent beaucoup et que les gestionnaires croient que les ratios de levier du marché ne sont pas fiables pour guider la politique financière des entreprises.

2.1.1 Définitions comptables et fiscales pour la distinction des dettes et des capitaux propres

- Distinction comptable

En comptabilité, **les capitaux propres** désignent l'actif de l'entreprise apporté par les associés ou actionnaires ou laissé à la disposition de la société. Le montant des capitaux propres est un indicateur clé quant à la situation financière d'une entreprise et sa solvabilité. En effet, les capitaux propres représentent des fonds permanents à la disposition d'une société. À ce titre, ils agissent comme un moyen de « garantie financière » pour les créanciers de l'entreprise ainsi que de véhiculer une image de marque et de sérieux.

Cependant, **la dette** d'une entreprise représente l'argent mis à sa disposition par ses créanciers. On distingue les dettes d'exploitation, qui sont généralement à Court Terme, et les dettes financières (long terme). Celles-ci ont toujours une échéance de Remboursement, même lointaine, à la différence des Capitaux propres. Leur rémunération étant de plus déterminée contractuellement et indépendante des résultats de l'entreprise, les créanciers ne courent pas le Risque de l'aventure industrielle (Vernimmen, 2016).

Dans le but d'établir un classement de ces outils de financement et de pouvoir se poser sur des règles assez générales pour les qualifier, l'ordre des experts comptables a déterminé deux critères prépondérants¹⁸. Le classement d'un instrument financier se situe dans les ressources propres dans la mesure qu'il réponde de manière simultanée aux deux caractéristiques :

¹⁷ L'effet de levier comptable fait référence au poids respectif des capitaux propres et dettes financières dans le financement de l'entreprise.

¹⁸ Référentiel des financements des entreprises. https://entreprises.banque-france.fr/sites/default/files/bdf_reffin_chap1_102.pdf. Consulter le 18 juin 2020

- L'instrument n'est pas remboursable, ou son remboursement se fait sous contrôle de l'émetteur uniquement ou par émission et attribution d'un autre instrument de capitaux propres,
- La rémunération n'est pas arriérée et, de ce fait, n'a pas à être comptabilisée au passif du bilan dans les cas d'absence ou d'insuffisance de bénéfice.

Au bilan, les fonds propres comprennent le capital social de l'entreprise, les réserves, le résultat de l'exercice, le report à nouveau et les provisions pour risques et charges. Les dettes peuvent être distinguées selon leur nature (dettes financières ; dettes d'exploitation) ou selon leur terme (dettes de moyen et long terme, dettes de court terme).

La frontière entre les fonds propres et les dettes est de moins en moins facile à tracer compte tenu de l'apparition d'instruments financiers hybrides qui combinent des caractéristiques autrefois spécifiques aux dettes ou aux fonds propres (actions à dividende-prioritaire, obligations à bons de souscription d'actions, prêts participatifs, titres subordonnés à durée indéterminée.). Ces titres qui constituent des « quasi-fonds propres » ne peuvent être facilement isolés dans le bilan et le compte de résultat des entreprises. Selon leurs caractéristiques principales, on les assimilera donc soit à des fonds propres, soit à des dettes.

- Distinction fiscale

Fiscalement, l'opération de la distinction est moins complexe. En effet, dans le cas où l'instrument génère une déduction fiscale de sa rémunération, celui-ci fait partie des dettes. Cependant, du au caractère hybride de quelques instruments, certains experts comptables et analystes financiers proposent la création d'une nouvelle rubrique comptable qui ratifierait les quasi-fonds propres tels des produits intermédiaires entre les dettes financières et les fonds propres. Au cas échéant, la création d'une rubrique comptable supplémentaire particulière, se trouvant au préalable du résultat net dans laquelle serait enregistrée la rémunération de ces outils.

2.1.2 Fonds propres et dettes : une distinction qui reflète des différences de nature

Les dettes et les fonds propres présentent d'importantes différences en termes de modalités d'appropriation des gains. Dans la mesure où les fonds propres sont constitués de titres dont la rémunération est conditionnée par le résultat de la firme, l'actionnaire n'a aucune garantie sur le retour de son investissement et participe aux succès et aux échecs de l'entreprise. Cependant, en cas de faillite, les pertes des actionnaires ne peuvent dépasser le montant des fonds investis alors que leurs gains sont proportionnels aux bénéfices de ta firme lorsque les investissements

réussissent. Cette asymétrie dans l'appropriation des pertes et bénéfiques peut inciter les actionnaires à choisir les projets les plus risqués (Philippe et Mohamed, 2018), comme l'ont souligné les théories de l'agence.

Les dettes sont, quant à elle, constituées de créances qui donnent lieu au paiement d'une rémunération fixe pendant la durée déterminée par le contrat (Philippe et Mohamed, 2018). Les remboursements sont donc indépendants des performances de l'entreprise. Ainsi les créanciers sont enclins à privilégier le projet le plus sûr pourvu qu'ils garantissent le paiement des intérêts. En de cas de faillite, les créanciers sont prioritaires par rapport aux actionnaires, mais ils ne récupèrent pas nécessairement la totalité de leur mise de fonds.

Afin de mieux cerner le champ de la structure du capital, la sous-section suivante sera consacrée à la présentation des théories justificatives dudit champ, tout en commençons par le premier résultat théorique de Modigliani et Miller, et nous clôturons par la théorie dite Market timing.

2.2 Politique de financement dans les théories contractuelles

Lorsque les entreprises décident de recourir au financement par l'emprunt, elles réaffectent une partie des flux de trésorerie futurs aux demandeurs d'actions en échange d'un paiement immédiat. Les facteurs qui motivent cette décision restent insaisissables malgré une vaste littérature théorique et des décennies de tests empiriques, en partie parce que de nombreuses études empiriques visent à soutenir une théorie particulière.

Un large éventail de perspectives théoriques visant à expliquer les décisions des entreprises en matière de structure du capital a été proposé dans le domaine de la finance d'entreprise et d'autres domaines d'études connexes. Mais seules quelques-unes semblent avoir de nombreux défenseurs. Notamment, la plupart des études en finance mettent en avant la "théorie d'arbitrage", dans laquelle la fiscalité et les coûts de liquidation sont essentiels. Myers (1984) a proposé la "théorie de financement hiérarchique" selon laquelle il existe une hiérarchie de financement entre les bénéfices non distribués, la dette et les capitaux propres. Récemment, l'idée que les entreprises s'engagent dans le "Market timing" est devenue populaire. Enfin, la théorie de l'agence se cache à l'arrière-plan de nombreuses discussions théoriques.

Les partisans de ces modèles font souvent appel à des preuves empiriques pour étayer leur théorie préférée. Il est souvent fait référence à l'enquête de Harris et Raviv (1991) ou à l'étude empirique de l'Institut de recherche sur les services financiers. En conséquence, au cours des dernières décennies, la littérature n'a pas disposé d'une base empirique solide pour distinguer les forces et les faiblesses des principales théories. Selon Eldomiaty (2007), chaque théorie de

la structure du capital présente une explication diversifiée du financement des entreprises en fonction de différentes hypothèses. Quelles théories devons-nous donc prendre globalement ? Naturellement, les avis divergent.

2.2.1 Structure du capital : Selon Modigliani et Miller

Dans un contexte simplifié (marchés financiers parfaits, absence de fiscalité), le premier résultat théorique important a été énoncé par Modigliani et Miller (1958). Contrariant les idées alors communément acceptées, cet article fondateur établit que le mode de financement n'a aucun impact sur le coût des ressources mobilisées et donc que la valeur de la firme ne dépend que des décisions réelles de production. Sous de telles hypothèses, les structures du capital sont distribuées aléatoirement entre les entreprises, et il serait vain de chercher des fondements économiques à la diversité des modes de financement.

Les conditions de validité de ce résultat sont cependant très restrictives puisqu'elles exigent notamment deux conditions :

1. La perfection des marchés financiers
2. L'absence de conflits d'objectifs entre les différents partenaires de la firme (actionnaires, créanciers, dirigeants).

2.2.1.1 Hypothèses du modèle Modigliani et Miller

La théorie de Modigliani et Miller (1958)¹⁹, qui affirme que dans un marché des capitaux parfait dans des conditions de " *atomistic competition*²⁰", la valeur de l'entreprise est indépendante de la valeur de la dette et des capitaux propres, ils reposent sur les hypothèses clés suivantes :²¹

- H1 : Les investisseurs ne sont pas en mesure d'influencer les prix du marché par l'ampleur de leurs transactions et sont donc considérés comme des preneurs de prix.
- H2 : Les acteurs du marché, entreprises et investisseurs, peuvent prêter et emprunter au même taux sans risque.
- H3 : Il n'existe ni impôt sur le revenu des personnes physiques ni impôt sur les sociétés.
- H4 : Il n'y a pas de frais de transaction.
- H5 : Les investisseurs sont considérés comme des chercheurs de richesse rationnels.

¹⁹ Une situation dans laquelle la concurrence parfaite existe en raison de l'existence de nombreuses petites entreprises. En raison de la multiplicité des entreprises, personne n'est en mesure de dominer le marché ou de fixer les prix. Il en résulte de faibles bénéfices, mais aussi des coûts réduits pour les clients ou les consommateurs.

²⁰ Modigliani, Franco, and Merton H. Miller. "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment." *The American Economic Review*, vol. 48, no. 3, 1958, p 257

²¹ Modigliani, Franco, and Merton H. Miller. "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment." *The American Economic Review*, vol. 48, no. 3, 1958, p 265

- H6 : Les entreprises peuvent être regroupées en "classes de risque équivalentes", de sorte que le marché recherche le même rendement pour toutes les entreprises membres de chaque groupe.
- H7 : Les attentes des investisseurs concernant les bénéfices futurs de l'entreprise suivent une distribution de probabilité normale.
- H8 : Les actifs d'une entreprise en faillite peuvent être vendus à leur pleine valeur de marché.

2.2.1.2 Arbitrage entre les avantages fiscaux et le risque de la faillite

Une première remise en cause consiste à introduire la fiscalité en soulignant que les dettes bénéficient généralement d'un traitement fiscal favorable puisque les frais financiers sont déductibles du revenu imposable. Dès 1963, Modigliani et Miller reconnaissent ainsi que lorsque les dettes sont moins imposées que les fonds propres, les entreprises devraient choisir de se financer exclusivement par endettement (Modigliani et Miller, 1963). Dans ce cas, on n'observerait aucune hétérogénéité des structures de capital puisque celui-ci se ferait exclusivement par dette²².

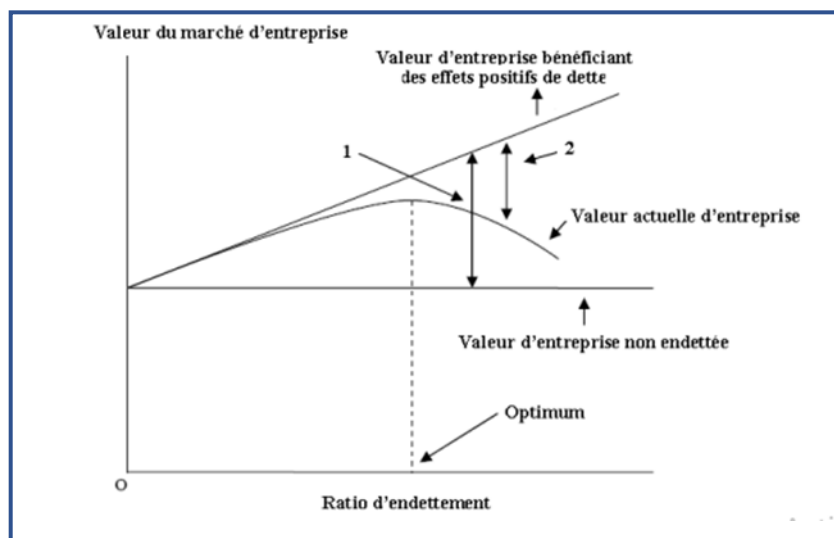
Si la fiscalité induit un biais en faveur de l'endettement, un niveau élevé de dette accroît les charges financières et donc la probabilité de défaillance de la firme. Or la défaillance a généralement un coût puisque les procédures qu'elle enclenche occasionnent des frais, à la fois sous forme de paiements accordés à des tiers (frais des administrateurs, frais de procédure, frais de réorganisation...) et de sources de revenus perdues (compte tenu du temps perdu à renégocier plutôt qu'à produire, de la perte de réputation...). Ces coûts varient entre les entreprises et sont d'autant plus élevés que la valeur de liquidation est faible par rapport à la vraie valeur de la firme. Ceci est en particulier le cas d'entreprises dont la valeur tient en grande partie à l'image de marque, à des investissements difficilement récupérables (recherche-développement, publicité...), aux réseaux de relations tissés dans le passé, à l'expérience accumulée.

La prise en compte des conditions fiscales et des coûts de défaillance propres à chaque entreprise détermine un taux d'endettement optimal au niveau individuel. Celui-ci est obtenu par arbitrage entre l'avantage fiscal lié à la dette et l'augmentation du risque de défaillance avec le niveau d'endettement (Baxter, 1967), est l'un des premiers à avoir étudié ce problème.

²² Le gain fiscal généré par l'endettement est toutefois réduit si l'on prend simultanément en compte la fiscalité sur les entreprises et celle sur les personnes physiques (Miller, 1977).

Ismail (2006) a noté que la vue optimale décrit les décisions de financement des entreprises qui impliquent l'ajustement des niveaux de dette et de capitaux propres existants vers un objectif de maximisation de la valeur. En raison des effets des coûts d'agence et des coûts de la faillite, il existe une structure de capital optimale pour les entreprises qui les obligent à faire un compromis entre les avantages fiscaux d'un endettement croissant et les coûts des difficultés financières causées par des ratios d'endettement élevés (Myers, 1984)²³. Ceci est illustré dans la figure 1.7 ci-dessous :

Figure 1.7 : Illustration de la théorie d'arbitrage



1 : Effet positif de la dette (L'économie d'impôt et la diminution des coûts d'agence des fonds propres)

2 : Effet négatif de la dette (Les coûts de faillite et l'accroissement des coûts d'agence des dettes)

Source: Ismail (2006)

La figure 1.7 montre que le ratio d'endettement optimal d'une entreprise est déterminé par un compromis entre les avantages et les coûts du financement par l'emprunt.

- ✓ La ligne droite L1 indique la valeur du marché d'une entreprise à capitaux propres sous le régime de Modigliani et Miller (1958), dans laquelle la valeur de l'entreprise n'est pas pertinente pour la structure de son capital.

²³ Selon la théorie d'arbitrage statique, la structure optimale du capital, et afin de maximiser la valeur de marché de l'entreprise, est déterminée par l'équilibre entre les valeurs actuelles des coûts de la détresse financière et les valeurs actuelles des boucliers fiscaux des intérêts (Myers, 1984).

- ✓ La courbe L3 montre comment les coûts de la détresse financière augmentent avec l'augmentation de l'endettement de cette entreprise. Ici, les coûts de la détresse financière comprennent les coûts juridiques et administratifs de la faillite, l'aléa moral²⁴ et le coût de surveillance²⁵ (Myers, 1984).
- ✓ La courbe L2 montre que la valeur marchande de l'entreprise augmente avec l'augmentation du niveau d'endettement, puis après avoir financé une certaine proportion de la dette (le ratio d'endettement optimal), la valeur de l'entreprise commence à diminuer (point A), parce que les coûts de la détresse financière dépassent les avantages des boucliers fiscaux. S'il n'y a pas de coût d'ajustement à l'optimum, le niveau d'endettement observé de chaque entreprise devrait être égal à son ratio d'endettement optimal.

Toutefois, les coûts d'ajustement ne peuvent être évités dans la pratique, d'où les fortes variations observées dans les ratios d'endettement réels des entreprises (Myers, 1984).

2.2.1.3 Critiques du modèle de Modigliani et Miller

Pour retrouver l'existence d'une structure optimale de capital, propre à chaque entreprise, il faut mieux prendre en compte la disparité des conditions concrètes de financement individuellement offertes. Cela conduit nécessairement à remettre en cause les différentes hypothèses qui ont permis d'obtenir le résultat de neutralité de Modigliani et Miller.

La critique du théorème Modigliani et Miller fait valoir qu'il s'agit d'une hypothèse simplifiée qui ne peut pas tenir dans un contexte réel. Sur la base des propositions de Modigliani et Miller (1963), la structure optimale du capital d'une entreprise peut être entièrement financée par la dette grâce au traitement préférentiel de la dette par rapport aux capitaux propres dans le contexte d'une taxe. Cela ne peut être réalisé dans diverses circonstances (Frank et Goyal 2008).

2.2.1.4 Introduction des facteurs de compensation

Les études ultérieures de Hamada (1969), Stiglitz (1969) et Gruber et Warner (1977) assouplissent les hypothèses de la théorie de Modigliani et Miller (1958) et introduisent des facteurs de compensation, à savoir le coût de la faillite, le coût de l'agence et le coût de la détresse financière, pour compléter le modèle de Modigliani et Miller (1958) et de Modigliani et Miller (1963).

²⁴ Le marché est incapable de détecter le comportement adopté par l'emprunteur.

²⁵ Les coûts de surveillance et de contrôle de la productivité (monitoring cost) incitent le dirigeant à agir dans l'intérêt des actionnaires

Stiglitz (1969) étend les propositions de Modigliani et Miller (1958) dans des conditions plus générales, en tenant compte des classes de risque et d'un marché des capitaux concurrentiel et en utilisant un modèle d'équilibre du marché. Dans son article il montre que :

- La probabilité de faillite sera augmentée si une entreprise se fie massivement au financement par l'emprunt.
- La structure des échéances de la dette n'a aucun rapport avec la structure du capital de l'entreprise, et que la valeur de l'entreprise peut être déterminée par une structure de capital optimale, indépendamment des politiques financières de l'entreprise.

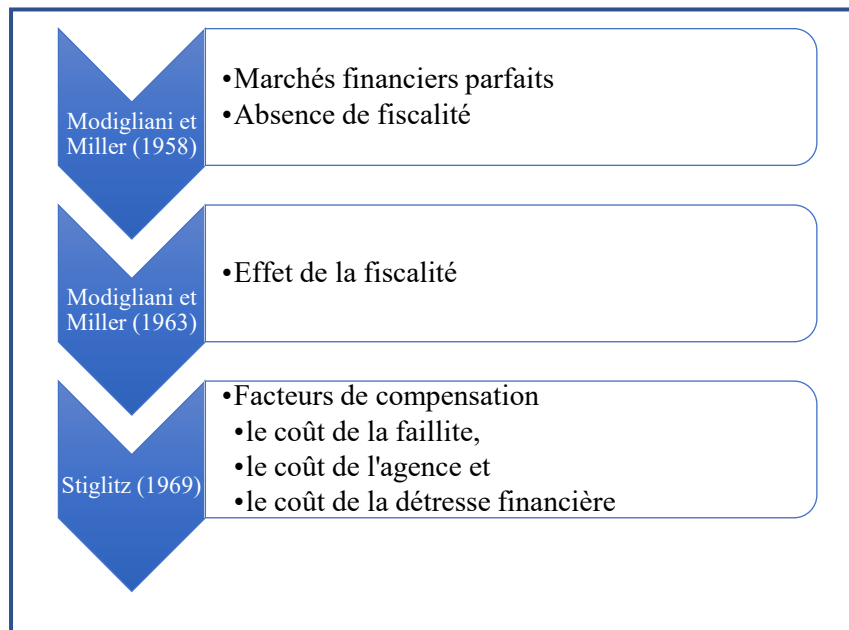
Toutefois, cette suggestion a été réfutée par plusieurs chercheurs, dont Graham et Smart, (2012) qui expliquent que la pertinence de la déductibilité fiscale et de la valeur d'une entreprise est compromise par les préoccupations relatives aux coûts de la détresse financière et de la faillite. Un niveau d'emprunt élevé est plus susceptible d'entraîner l'incapacité d'une entreprise à couvrir les paiements d'intérêts lorsque les flux de trésorerie sont insuffisants (Graham et Smart, 2012).

Les recherches actuelles, dont la présente étude, essayent d'étendre le nombre de variables permettant de rendre plus transparent le processus de décision entre dette et capitaux propres. Et ce, en répondons à de nouvelles question. Par exemple, les mécanismes de gouvernance d'entreprise tels que : le nombre de réunions du conseil d'administration réduisent-ils le niveau d'endettement dans la structure du capital ? La participation au conseil d'administration réduit-elle le niveau d'endettement dans la structure du capital ? Les attributs du PDG peuvent-ils jouer un rôle dans le choix de la dette ou des capitaux propres ?

Un modèle multifactoriel n'est souvent pas préféré en raison des complexités qu'il crée. Ces modèles sont souvent hors de portée, l'identification des facteurs essentiels dans la décision de la structure du capital permet d'élaborer un modèle robuste. Par conséquent, la sélection des variables indépendantes clés entoure la manière dont la gouvernance d'entreprise protège les actionnaires d'une société, et la dette agit comme un mécanisme de contrôle.

Nous schématisons ainsi ces différentes étapes d'évolution du modèle de Modigliani et Miller dans la figure suivante :

Figure 1.8 : Evolution du modèle de Modigliani et Miller



Source : Elaboré par l'auteur à partir de la revue de littérature

2.2.2 Théorie de l'agence et perspective de conflits

La théorie d'agence considère l'entreprise comme un lien entre le contrat interne et le contrat externe. Cette théorie explique ces relations contractuelles entre le principal et l'agent dans l'entreprise en posant que la structure du capital est déterminée par le coût de l'agence. L'approche dominante pour étudier les problématiques liées à la gouvernance d'entreprise est sans doute la théorie de l'agence. Cette théorie vise à résoudre les problèmes qui découlent des conflits d'intérêts entre les personnes pour les institutions, comme la direction, les apporteurs de capitaux, les employés, les clients et le gouvernement, en raison d'objectifs non alignés ou d'un niveau d'aversion au risque différent.

Dans le cadre de la théorie de l'agence dominante de la structure du capital, les universitaires identifient deux perspectives de conflits :

1. Les conflits entre les gestionnaires et les actionnaires ;
2. Les conflits entre les détenteurs de dettes et les détenteurs d'actions.

Harris et Raviv (1991) expliquent que les conflits entre les gestionnaires et les actionnaires surviennent parce qu'ils peuvent être en désaccord sur une décision d'exploitation. Les gestionnaires détiennent moins de 100 % des créances résiduelles et ont donc tendance à transférer les actifs des entreprises à leur propre profit (Fama et Jensen 1983).

Le conflit entre actionnaires et détenteurs de dettes survient parce que les contrats d'emprunt incitent les actionnaires à investir au détriment des intérêts des détenteurs de dettes, et ce, en raison de la différence de partage des risques entre les capitaux propres et les dettes (Morellec et Smith Jr, 2007).

Le problème de l'agence suppose que le principal et l'agent sont tous deux intéressés et tendent à maximiser leur utilité attendue. S'ils ont des désirs et des attitudes différents à l'égard du risque, la motivation de l'agent peut ne pas être complètement alignée sur celle du principal, car l'agent peut ne pas être dans le meilleur intérêt du principal (Tarrade, 2012).

Comme l'indique Van Osnabrugge (2000), la théorie de l'agence propose deux solutions au principal pour atténuer le problème de l'agence :

1. décourager le comportement de l'agent (*Monitoring*) ;
2. inciter l'agent à atteindre le résultat escompté (*Residual Claim*).

Premièrement, le principal peut accroître la quantité d'informations sur le comportement de l'agent grâce à la surveillance. Plus le principal dispose d'informations, plus il devient difficile pour l'agent de se dérober ou de déformer ses capacités. Toutefois, comme l'information n'est pas gratuite, la surveillance a un coût et l'investissement dans la correction du comportement de l'agent n'est rentable que lorsque le bénéfice de la correction dépasse le coût de la surveillance du comportement (Mitnick, 2015).

Deuxièmement, le donneur d'ordre peut aligner les préférences de l'agent en remplaçant le contrat de compensation par un arrangement organisationnel hybride, tel que le franchisage²⁶ qui fournissait des droits résiduels aux gestionnaires. En effet, la créance résiduelle permet d'aligner les objectifs des agents sur ceux des mandants et de transférer le risque aux agents. Ainsi, réduire le problème de l'aléa moral et de la sélection adverse (Fama et Jensen 1983 ; Tarrade 2012)²⁷.

²⁶ Le franchisage est un système sophistiqué de distribution de biens et de service: peut être considéré comme un exemple-type de la vitalité commerciale.

²⁷ La solution à privilégier dépend du coût du contrôle par rapport au coût d'établissement d'une franchise (Jensen et Meckling 1976).

2.2.2.1 Coût d'agence

Comme nous l'avons vu précédemment, une relation d'agence est décrite comme un contrat en vertu duquel le principal engage l'agent pour qu'il fournisse un service en son nom, ce qui implique la délégation du pouvoir de décision à l'agent.

Le coût de l'agence est le coût total de la création et de la structuration de ce contrat, y compris les **coûts de surveillance**²⁸ par le principal, et **la perte résiduelle d'opportunités**²⁹ qui auraient pu être bénéfiques en l'absence d'un tel conflit d'intérêts (Swanson et al. 2003).

Selon Jensen et Meckling (1976) :

« la pierre angulaire de la théorie de l'agence est l'hypothèse selon laquelle les intérêts du principal et de l'agent divergent. »

Étant donné que l'agent et le donneur d'ordre sont tous deux des maximiseurs d'utilité attendue, l'agent n'agissant pas toujours dans le meilleur intérêt du donneur d'ordre, ce dernier peut limiter la divergence par rapport à son intérêt en établissant des incitations appropriées pour l'agent et en supportant un "coût de surveillance" destiné à limiter les actions opportunistes de l'agent (Swanson et al. 2003 ; Kebewar, 2012).

Malgré cela, le coût final de l'agence est une perte résiduelle. L'agent peut ne pas agir complètement dans l'intérêt du principal en raison d'une certaine divergence entre son action et l'intérêt du principal, dans la mesure où cette divergence réduit les avantages du principal, elle peut être considérée comme une perte résiduelle (Jensen et Smith 2000). En conclusion, les coûts d'agence ne sont pas en soi bénéfiques pour les parties prenantes (Swanson et al. 2003).

La structure optimale du capital est déterminée de manière à minimiser le coût total de l'agence et la prise en compte de la spécificité des actifs (Vilasuso et Minkler 2001). Selon Jensen et Meckling (1976), le concept d'optimalité qui s'applique lorsqu'il y a plusieurs parties prenantes est celui de l'optimum de Pareto³⁰.

²⁸ Coûts de surveillance « monitoring costs » engagées par le principal dans le but de surveiller l'agent et le pousser à agir dans son intérêt.

²⁹ Les coûts résiduels ou d'opportunité qui trouvent leur origine dans la perte de valeur liée au fait qu'à partir d'un certain seuil de contrôle, les coûts marginaux engagés par le mandant serait supérieure aux revenus que cette surveillance lui procurerait. Le mandant abandonne le contrôle. Pawo (2021)

³⁰ Un optimum de Pareto est une allocation des ressources pour laquelle il n'existe pas une alternative dans laquelle tous les acteurs seraient dans une meilleure position.

Jensen et Meckling (1976) identifient deux types de conflits qui encourent des coût d'agence:

- 1) l'interaction entre les actionnaires et les gestionnaires;
- 2) l'interaction entre les actionnaires et les détenteurs de dettes.

En raison des avantages et des coûts de l'effet de levier, les dirigeants doivent choisir le ratio dettes/fonds propres optimal afin de maximiser les boucliers fiscaux, et, dans le même temps, de réduire les coûts de faillite ainsi que les coûts totaux d'agence de l'entreprise.

Étant donné que ces coûts d'agence détruisent la valeur actionnariale, la théorie de l'agence propose, à cet égard, des solutions que les investisseurs actuels et potentiels peuvent utiliser afin de dépasser cette relation conflictuelle survenant du fait de la motivation égocentrique potentielle des managers. Ainsi, par exemple, Keasey et *al.* (1997), cité dans Tran et Sidlauskiene (2009) rapportent que la propriété (p. ex. le pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels et les dirigeants mêmes de l'entreprise), la composition du conseil d'administration, la rémunération des dirigeants, le degré de transparence des travaux d'audit et de l'information financière, et le marché des offres publiques (p. ex. OPA ou OPE) sont des mécanismes clés d'un cadre efficace de gouvernance d'entreprise.

Nous présentons dans le tableau suivant, une comparaison des modèles d'agence sur le conflit entre gestionnaires et actionnaires.

Tableau 1.1 : Comparaison du modèle d'agence sur le conflit entre gestionnaires et actionnaires

MODELE	CONFLIT	BENEFICE DE LA DETTE	COUT DE LA DETTE
Jensen et Meckling (1976)	Avantages en matière de gestion	Accroître la propriété des cadres	Substitution d'actifs
Jensen (1986)	Sur-investissement	Réduire la liquidité	Non spécifié
Harris et raviv (1990)	Manque de liquidation	Permet aux investisseurs de forcer la liquidation	Cout de l'enquete
Stulze (1991) HART AND MOORE	Sur-investissement	Réduction de la trésorerie	Sous-investissement
Hart et moore (1990)	Droits de controle	Securite de la propriete	Non spécifié

Source: Elaboré par l'auteur adapté de Harris and Raviv (1991)

2.2.3 Asymétrie d'information et conflits d'intérêts

Le choix de la structure du capital ne se réduit pas cependant à un simple arbitrage entre avantage fiscal et risque de faillite. En effet, la relation de financement ne peut s'analyser comme une transaction ordinaire : d'une part, elle s'inscrit nécessairement dans le temps et repose sur une promesse de rémunération future des ressources mises à la disposition de l'entreprise (la rémunération effective du capital reste donc nécessairement aléatoire et contingente aux performances futures de l'entreprise) ; d'autre part, les instruments financiers allouent des droits de propriété et de contrôle sur la firme qui influe le comportement des acteurs (Philippe et Mohamed, 2018). La répartition du financement entre fonds propres et endettement est dès lors fortement conditionnée par les conflits d'intérêts et les asymétries d'information entre les partenaires qui participent à la mobilisation des fonds et au choix des investissements (Harris et Raviv, 1991).

2.2.3.1 Mode de financement : Origine de conflit entre les partenaires

La part des profits générés par l'activité et le pouvoir de décision auquel donne droit chaque instrument de financement sont à l'origine de conflits entre les partenaires de l'entreprise qui se manifestent sous trois formes principales.

1. Le mode de répartition des profits incite les actionnaires à prendre plus de risque que ne le souhaitent les créanciers. Le créancier espère tirer du prêt qu'il accorde un revenu prédéterminé par le contrat de dette alors que la rémunération des actionnaires, sous forme de dividendes ou de plus-values, est d'autant plus grande que les profits obtenus sont importants. Si l'on admet que des profits plus grands sont généralement associés à des risques plus élevés et que les créanciers ne contrôlent pas le choix des projets, les actionnaires seront incités à opter pour des projets très risqués qui seront souvent jugés inacceptables par les créanciers (Philippe et Mohamed, 2018) : même si le projet réussit, ceux-ci ne gagneront rien qu'ils n'eussent gagné avec un projet moins risqué. Cet antagonisme d'intérêt peut être particulièrement fort lorsque l'entreprise est entrée dans une phase de difficultés financières et que les actionnaires sont portés à tenter « le tout pour le tout ».

2. Pour leur part, les actionnaires contrôlent imparfaitement les choix d'investissement des dirigeants. Le conflit d'intérêts entre actionnaires et créanciers, dont on a esquissé les contours, n'est qu'un élément des antagonismes présents dans l'entreprise. La prise de décision ne revient qu'en partie aux actionnaires eux-mêmes.

Les coûts d'information conduisent en effet ceux-ci à déléguer le pouvoir de décision aux dirigeants qui sont alors les véritables responsables des choix d'investissement, même s'ils

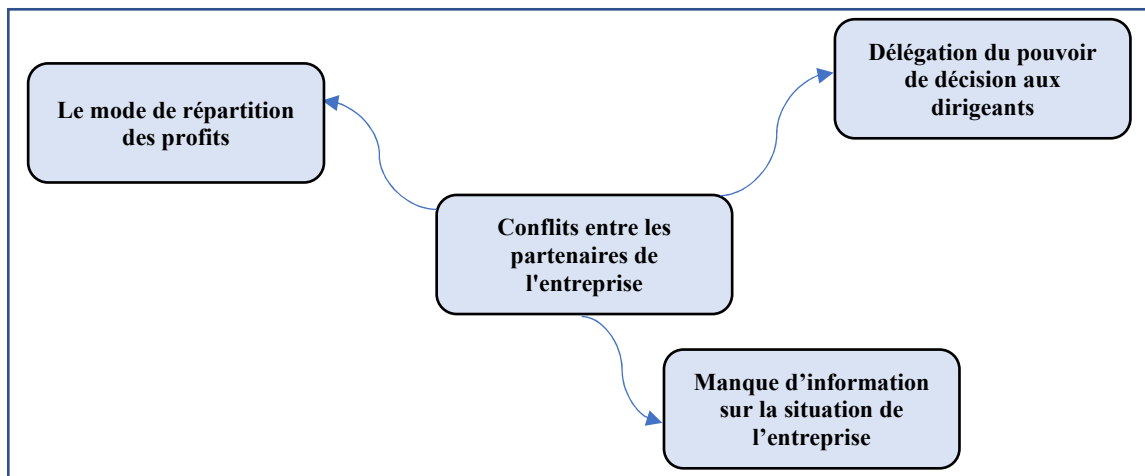
agissent sous le contrôle des actionnaires (Kangala, 2015). Or, les dirigeants doivent, en partie, leur rémunération, leur pouvoir et leur réputation à des choix de projet qui ne coïncident pas nécessairement avec la maximisation du profit : ils préféreront la consommation d'avantages en nature, la croissance du chiffre d'affaires ou encore le développement de projets manifestant leur aptitude à gérer des opérations de grande ampleur. Le contrôle de ces choix sera d'autant plus difficile pour les actionnaires que ceux-ci ne disposent pas des informations nécessaires pour apprécier, *ex ante*, la légitimité des décisions adoptées par les dirigeants.

Même dans les entreprises où les dirigeants sont également les principaux actionnaires, comme dans de nombreuses petites entreprises, un tel conflit peut apparaître : il pourra en effet y avoir divergence de point de vue entre les actionnaires-dirigeants mobilisés par le développement de l'activité et le réinvestissement des bénéfices et les autres actionnaires davantage intéressés par le versement de dividendes.

3. Les créanciers sont généralement moins informés que les dirigeants sur la qualité de l'entreprise (Albouy, 2010). Les dirigeants et les créanciers n'ont pas le même point de vue sur les politiques de développement souhaitables pour l'entreprise : ils disposent d'informations différentes sur les possibilités de croissance comme sur l'état réel de la firme et peuvent être en désaccord sur l'ensemble des choix qui s'offrent à elle. Dans la mesure où le créancier ne connaît pas les vraies caractéristiques de l'entreprise, il est conscient que le risque d'un projet d'investissement dépend fortement des qualités de l'entreprise qui le met en œuvre (Boujjat, et *al.*, 2017). Les conditions de financement qu'il proposera refléteront donc sa perception du risque encouru. Dans certains cas, il se peut même que le crédit soit rationné à l'équilibre, car les banques n'auront pas intérêt à accorder des prêts à un taux trop élevé si, en agissant ainsi, elles n'attirent que les firmes très risquées dont le risque de défaut est élevé (Stiglitz et Weiss, 1981).

Nous synthétisons ces formes de conflits entre les partenaires de l'entreprise dans la figure suivante :

Figure 1.9 : Formes de conflits entre les partenaires de l'entreprises



Source : Elaboré par l'auteur

2.2.3.2 Structure du capital : Un arbitrage entre les différents modes de conflits

Lorsque l'information est imparfaite, les divergences d'intérêt entre les partenaires de l'entreprise ont une répercussion directe sur le coût des sources de financement et doivent être prises en compte pour déterminer la structure optimale du capital.

- **Le taux d'endettement peut être choisi de façon à minimiser les coûts d'agence.**

L'incertitude des créanciers concernant la rémunération future de leurs ressources est répercutée dans le coût auquel ils sont prêts à accorder des crédits. En effet, lorsque les créanciers n'ont pas les moyens de contrôler, ex ante, le projet d'investissement, ils cherchent à se protéger d'un choix trop risqué en mettant en place des procédures de contrôle coûteuses (Philippe et Mohamed, 2018). Ces coûts, qui s'accroissent avec le poids d'endettement, sont incorporés, au préalable, dans le coût du capital (**coût d'agence de la dette**) et devraient inciter les firmes à chercher en priorité des fonds propres.

La situation est cependant plus complexe quand une divergence d'objectifs entre les dirigeants et les actionnaires contraint ces derniers à surveiller l'action du dirigeant pour que celui-ci agisse conformément à leurs intérêts. Ces procédures étant également coûteuses, elles se répercutent sur le prix auquel l'actionnaire est prêt à souscrire les parts de capital de l'entreprise. Ce « **coût d'agence des fonds propres** » est susceptible d'être particulièrement élevé quand le dirigeant ne possède qu'une faible part des actions de la firme ou qu'il dispose d'une trésorerie largement supérieure aux possibilités d'investissements rentables (théorie du free cashflow) (Philippe et

Mohamed, 2018). Si l'on néglige à ce stade les autres composantes du coût de financement (fiscalité, coût de faillite), on en déduit que, pour chaque entreprise, la répartition optimale du financement entre fonds propres et dette est déterminée de façon à minimiser le coût d'agence total (Jensen et Meckling, 1976).

- **Le choix de la structure du capital peut également être un signal pour le marché.**

D'autres facteurs interviennent également dans le choix du mode de financement lorsque certains agents disposent d'une information privilégiée³¹ sur la qualité de la situation financière de l'entreprise. Ainsi, lorsque les dirigeants savent que les opportunités d'investissement de leur entreprise sont favorables, ils peuvent souhaiter transmettre cette information au marché pour éviter les risques liés à une mauvaise évaluation de leur firme (Dardour, 2009). Le mode de financement est l'un des moyens de révéler cette information. En effet, le financement d'un investissement par recours au crédit peut s'interpréter comme un signal de la bonne santé future de l'entreprise puisqu'en accroissant sa dette, la firme montre qu'elle est capable de supporter un endettement élevé sans risquer la défaillance (Ross, 1977).

Dans la même logique, d'autres analyses suggèrent que le financement d'un projet d'investissement par émission d'actions peut être perçu par le marché comme le signal que la firme est surévaluée³² (El bouazizi, 2018). On aboutit alors à une théorie de la « hiérarchie des financements » qui établit que les firmes préféreront se financer en priorité par autofinancement puis par dette et en dernier ressort par émissions d'actions (Myers et Majluf, 1984).

2.2.4 Financement hiérarchique : Selon de Myers et Majluf

La théorie de financement hiérarchisée suppose qu'en raison de l'asymétrie d'information entre les parties prenantes, les entreprises auront recours à des fonds générés en interne pour financer leur croissance, puis à l'endettement avant les fonds propres, dans l'ordre. L'importance de la théorie est l'introduction de l'asymétrie d'information entre les initiés et les outsiders de l'entreprise et la manière dont cela affecterait la structure du capital de l'entreprise. Elle est développée et soutenue par Myers et Majluf (1984) et Myers (1984) qui ont été les premiers à proposer la théorie de l'ordre de préférence.

³¹ C'est une information précise, qui n'est pas connue du public et qui, si elle l'était, aurait une incidence sensible sur le cours du titre de la société concernée

³² La surévaluation d'une entreprise consiste à lui attribuer un prix bien plus élevé que sa valeur réelle.

- **Hypothèse de l'ordre hiérarchique**

L'hypothèse de l'ordre hiérarchique de la structure du capital affirme qu'il n'existe pas de ratio d'endettement cible spécifique pour maximiser la valeur de l'entreprise. Cette hypothèse a été présentée par Myers et Majluf (1984) et dépend des problèmes d'asymétrie d'information et de signalisation.

Cependant, elle a été discutée par Donaldson (1961), pour la première fois dans la littérature, qui a mené une étude et a trouvé des résultats qui soutiennent ce comportement des entreprises. Elle indique que les investisseurs ou les actionnaires disposent de moins d'informations sur la valeur réelle des actifs de l'entreprise, et, qu'ils surveilleront donc les décisions de financement des dirigeants pour prévoir l'avenir de l'entreprise.

Selon cette théorie, lorsque les dirigeants de l'entreprise possèdent plus d'informations sur les activités opérationnelles et d'investissement de l'entreprise que les actionnaires, les problèmes d'asymétries d'information subsistent entre ces derniers, ce qui influence négativement la valeur de l'entreprise.

- **Appréhender le problème d'asymétrie d'information**

Pour appréhender le problème d'asymétrie d'information, les entreprises doivent suivre une hiérarchie particulière pour financer leurs actifs, à savoir une préférence pour le financement interne (bénéfices non distribués) par rapport au financement externe (dette et capitaux propres) et pour le financement par la dette par rapport aux capitaux propres.

Si l'entreprise a besoin de fonds pour mener ses activités commerciales, elle doit initialement utiliser les bénéfices non distribués (fonds générés en interne). Si les bénéfices non distribués deviennent insuffisants pour gérer les activités de l'entreprise, celle-ci doit alors lever des capitaux supplémentaires par le biais d'instruments d'emprunt et, en dernier recours, elle doit recourir au financement par actions pour lever des fonds supplémentaires.

Il y a deux raisons principales qui expliquent la préférence pour un mode de financement (Adair, 2014):

1. le coût de transaction du financement externe ;
2. l'asymétrie de l'information.

Selon le premier raisonnement, le coût de transaction lié aux options de financement joue un rôle important dans la formation de la structure du capital. Aucun coût de transaction n'est associé à l'utilisation des fonds générés en interne (bénéfices non distribués), tandis que les

entreprises supportent des coûts de transaction lorsque leurs actifs sont financés par des sources externes (dette ou capitaux propres). Toutefois, le coût de transaction du financement par la dette est inférieur à celui du financement par les capitaux propres.

En ce qui concerne la notion d'asymétrie d'information, le financement des actifs par les bénéfices non distribués³³ permet d'éviter l'examen de tout porteur externe de capitaux, tandis que l'émission d'un instrument d'emprunt indique aux investisseurs que l'entreprise dispose de flux de trésorerie adéquats à l'avenir, en raison de l'existence de clauses restrictives.

Par conséquent, l'entreprise devrait opter pour le financement interne plutôt que pour le financement externe et pour le financement par emprunt plutôt que pour le financement par capitaux propres.

Cependant, Chen (2004) a remis en question cet ordre de financement et a proposé la "*théorie du nouvel ordre de priorité*" dans les perspectives chinoises. Il a déclaré que les entreprises chinoises poursuivent un nouvel ordre de priorité, à savoir les bénéfices non distribués, les capitaux propres et la dette à long terme. Cela signifie une préférence pour le financement par capitaux propres plutôt que par capitaux empruntés en raison des contraintes financières et des différences institutionnelles dans le système bancaire chinois. Si les entreprises ont besoin de fonds, elles utilisent initialement les fonds générés en interne, c'est-à-dire les bénéfices non distribués. Si les bénéfices non distribués deviennent insuffisants pour gérer les opérations de l'entreprise, alors les entreprises lèvent des capitaux supplémentaires en émettant des actions et, en dernier recours, les entreprises dépendent du financement par emprunt à long terme.

2.2.5 Théorie de signal : Proportion de la dette et participation des dirigeants

Si la théorie d'agence confirme l'existence des conflits d'intérêts entre l'agent et le principal, la théorie de signal considère que ces conflits ne peuvent surgir que si l'information sur la situation financière et patrimoniale de l'entreprise est inégalement partagée ou asymétrique. Les dirigeants, étant mieux informés sur les opportunités d'investissement et la rentabilité anticipée, profitent de leur implication et de l'imperfection de l'information, cette dernière revêt une importance fondamentale dans la structure financière de l'entreprise.

Afin de cerner les problèmes d'asymétrie d'information entre les parties prenantes, la théorie de signal est analysée sous deux angles financiers : l'endettement de l'entreprise et la participation du dirigeant au financement (Ross, 1977). Leland et Pyle (1977) mettent en évidence

³³ Les bénéfices non distribués correspondent au cumul des résultats nets de l'entreprise moins le total des dividendes versés. Ils représentent le capital accumulé tout au long de la vie de l'entreprise et apparaissent au passif du bilan dans les fonds propres.

l'importance des décisions de financement adoptées par les dirigeants qui servent d'outils pour informer les actionnaires sur la capacité financière de l'entreprise.

Néanmoins, les parties prenantes (actionnaires, créanciers) estiment que ces informations ne sont pas suffisantes pour décider de la bonne performance de l'entreprise. Nguyen (2019) souligne que l'information que les dirigeants rendent publique n'est pas forcément crédible et ne donne pas une fiabilité sur la performance réelle de l'entreprise, pour cela les dirigeants émettent des signaux pour informer les investisseurs potentiels sur la situation financière de leur firme.

Deux apports théoriques sont fournis à l'explication de l'influence des asymétries d'information :

1. Le raisonnement de Ross (1977) où l'accent est mis sur la dette comme signal émis sur le marché ;
2. L'explication de Leland et Pyle (1977) où la participation des dirigeants au capital de l'entreprise est perçue comme un signal par le marché.

2.2.5.1 Participation des dirigeants au capital

Leland et Pyle (1977) montrent, dans leur article, que la part de participation des dirigeants dans le financement de la firme est considérée comme un signal positif émis nux investisseurs potentiels sur sa performance. En effet, dans un contexte caractérisé par l'asymétrie d'information ou les dirigeants sont les seuls qui connaissent la valeur réelle de l'entreprise, ils émettent des signaux aux investisseurs potentiels par le biais de leur détention d'actions dans le capital de l'entreprise. Ce signal est interprété comme un bon indicateur sur les perspectives de l'entreprise, et ce, parce que les firmes dont la performance est faible n'optent pas pour une telle décision d'autant plus qu'elles sont exposées au risque de perte.

Dans cette optique, et afin de renseigner les parties prenantes sur la capacité de l'entreprise à générer des cash-flows importants, les dirigeants procèdent régulièrement au versement des dividendes pour émettre au marché un signal positif sur la valeur des cours des titres de l'entreprise. Ils signalent la qualité de la situation financière et managériale de l'entreprise par leur participation au capital.

2.2.5.2 Financement par endettement

Ross (1977) met en évidence l'existence d'une relation positive entre la valeur de l'entreprise et son niveau d'endettement. Il explique dans son article que, les investisseurs potentiels interprètent les informations émises par les dirigeants comme étant des signaux reflétant la

capacité financière de l'entreprise et sa performance. Partant de là, cette théorie montre que le recours à l'endettement demeure un bon signal émis aux investisseurs pour les renseigner sur la qualité de l'entreprise et sur ses perspectives de développement.

L'émission de dettes transmet l'information au marché, que l'entreprise est capable de couvrir les intérêts de dettes grâce à ses cash-flows élevés, c'est-à-dire, seules les entreprises performantes sont prêtes à s'acquitter les charges induites par la dette. L'endettement est perçu comme un bon indicateur sur la performance de l'entreprise puisque les firmes qui subissent des difficultés financières ne peuvent supporter les charges d'endettement. Si (Ross, 1977) confirme que la dette financière est un signal transmis aux parties prenantes de l'entreprise sur sa qualité et santé financière, Leland et Pyle (1977) considèrent que la part du capital détenue par les dirigeants est perçue comme un signal.

2.2.5.3 Moyens de financement comme outils de gouvernance d'entreprise

La théorie des coûts de transaction considère que les moyens de financement sont des outils de gouvernance dont le coût relève du degré de spécificité des actifs. Cette théorie se fonde sur l'idée selon laquelle la nature des actifs est une donnée explicative de la structure du capital des entreprises. Coase (1937) commence à montrer l'importance des coûts des transactions avant que Williamson (1988) continue à prouver l'étude abordée.

La théorie de Williamson (1988) repose sur l'idée selon laquelle les parties prenantes s'engagent avec un esprit opportuniste, où il existe une relation positive entre le risque et ratio d'endettement. Elle montre que le choix de la source de financement adéquate à l'entreprise se fait en fonction de la nature de l'actif à financer dans la mesure où il est judicieux pour l'entreprise de s'endetter pour financer un actif non spécifique, mais pour un actif spécifique. Le financement par les fonds propres est plus adéquat, Si par exemple l'investissement spécifique est un projet de recherche et de développement, les actionnaires tolèrent davantage que les prêteurs le fait qu'il ne dégage pas la rentabilité escomptée dans les délais prévus. Par contre, si l'actif n'est pas spécifique, l'endettement qui est une formule de financement plus simple paraît plus approprié (Yaakoubi et Riahi, 2007).

2.2.6 Conjoncture du marché : un déterminant de la structure du capital

Si dans le modèle original de Myers & Majluf (1984), les entreprises n'augmentent pas leur capital, dans une version dynamique de l'hypothèse de l'ordre hiérarchique, les dirigeants émettent des actions à la suite de périodes de forte performance du marché financier (Lucas & McDonald, 1990). Cette approche, dite de l'adaptation au marché (Market Timing). La théorie du Market Timing est fondée sur l'idée que les entreprises émettent des actions lorsque les prix

sur les marchés sont accrus, et rachètent leurs titres financiers lorsque la valeur du marché est faible (Baker et Wurgler, 2002). Les conditions du marché demeurent un critère de détermination de la structure du capital des entreprises.

Ces deux fondateurs mettent en évidence que le choix d'une structure du capital est avant tout guidé par la volonté des dirigeants de « Timer » le marché. C'est-à-dire si les conditions du marché financier sont favorables et caractérisées par une hausse des cours des titres, les entreprises optent pour une augmentation du capital en émettant des actions sur le marché, et tournent vers la dette ou le rachat de leurs titres si le climat financier est mauvais. Le choix du mode de financement adéquat est conditionné par les conditions du marché.

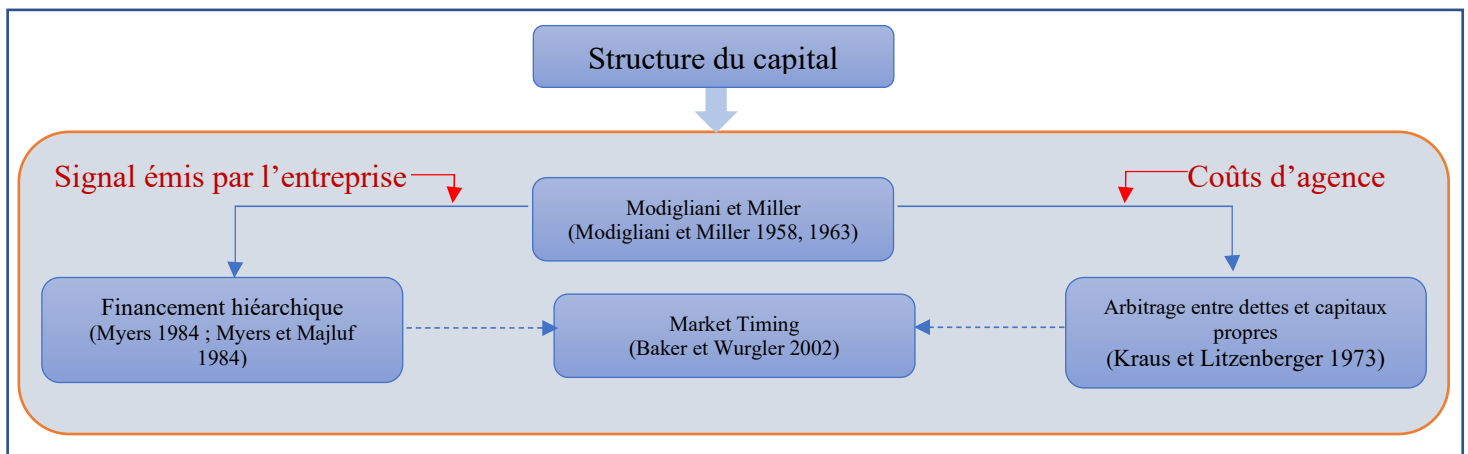
Conclusion de la section

Les structures de capital ne sont ni similaires ni stables d'une entreprise, d'un secteur ou d'une région à l'autre. Plusieurs recherches empiriques et explications théoriques fournissent un éclaircissement plausible, mais il y a plus de dilemmes que de solutions disponibles, des dilemmes qui remettent constamment en question la capacité de chaque dirigeant à faire mieux que ses prédécesseurs. En fin de compte, les décideurs s'efforcent de prendre des décisions en connaissance de cause, qu'elles soient bonnes ou mauvaises. Chaque action est tentée afin d'obtenir des performances qui établissent de nouvelles références.

La littérature sur la structure du capital a adopté diverses théories telles que le modèle de Modigliani et Miller (Modigliani et Miller 1958, 1963), la théorie des compromis (Kraus et Litzenberger 1973), la théorie de l'agence (Jensen et Meckling 1976), la théorie de signal (Ross 1977), la théorie de financement hiérarchique (Myers 1984 ; Myers et Majluf 1984) et le modèle du market timing (Baker et Wurgler 2002).

A cet effet, nous avons pu synthétiser les fondements théoriques dans la figure suivante

Figure 1.10: Fondement théoriques de la structure du capital



Source : Elaborée par l'auteur

Toutes les théories susmentionnées fournissent des lignes directrices sur la manière dont les entreprises peuvent accroître leur valeur en combinant de manière appropriée les capitaux propres et les dettes dans leur structure de capital. Cependant, elles ne peuvent pas être généralisées pour chaque type d'entreprise ou d'industrie en raison des attributs dissemblables de l'environnement économique, juridique et commercial. Par conséquent, de nombreux attributs tels que la nature de l'entreprise, les objectifs et la disponibilité des fonds, les

réglementations des marchés financiers et l'accessibilité des fonds provenant de ces marchés financiers, etc. déterminent le type d'approche théorique qui joue un rôle important pour maximiser la valeur de l'entreprise.

La section suivante vise à fournir un cadre théorique analysant la relation « gouvernance d'entreprise et structure du capital » de l'entreprise à travers les différents mécanismes de gouvernance ; qui sont à la fois d'ordre « disciplinaire » et « comportementale » dans le contexte des sociétés marocaines cotées.

Section 3 : Gouvernance d'entreprise et structure du capital : Enseignements théoriques

Comme indiqué précédemment, la gouvernance d'entreprise est un système de pratiques et de règles utilisées pour contrôler et diriger une organisation en vue de défendre les intérêts des actionnaires. En conséquence, il s'agit essentiellement de maintenir l'équilibre entre les différentes parties prenantes d'une organisation, notamment l'actionnaire, les dirigeants, les créanciers, les fournisseurs, les clients, le gouvernement et l'ensemble de la communauté (Ahdadou et *al.*, 2021). Aujourd'hui, la gouvernance d'entreprise est devenue un domaine d'intérêt et de recherche fécond pour les universitaires et les praticiens de différentes disciplines.

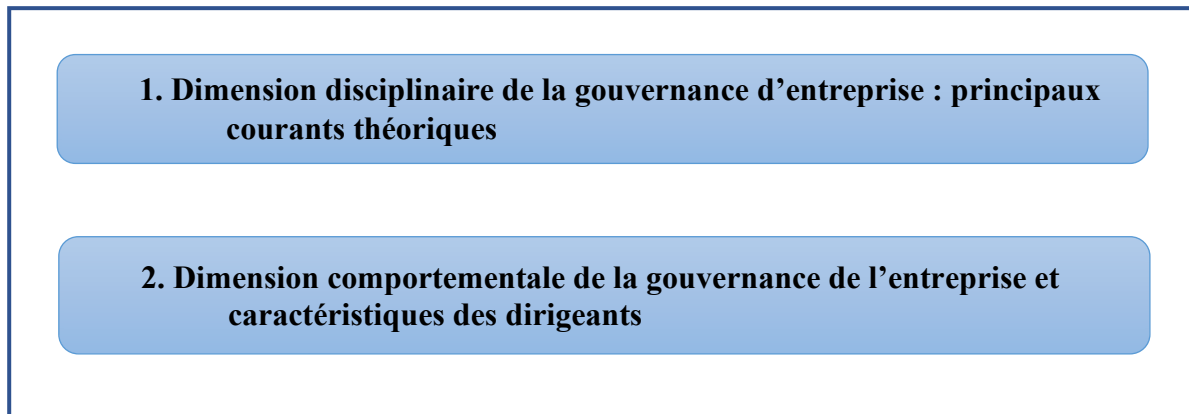
Les travaux empiriques associés aux questions de la gouvernance d'entreprise ont été développés principalement sur la base de cinq théories de gouvernance d'entreprise : La théorie de l'agence, précédemment décrite, la théorie des parties prenantes, la théorie de l'intendance, la théorie des institutions et la théorie des dépendances aux ressources. Ces théories ont évolué selon différentes perspectives. Par exemple, vu que la théorie de l'agence a été élaborée à partir de points de vue financiers et économiques, la théorie de la dépendance de ressources a été élaborée à partir du contexte organisationnel.

Cependant, la littérature universitaire antérieure est allée plus loin pour démontrer l'utilisation d'autres formes de théories dans l'étude de l'impact de la gouvernance d'entreprise sur la structure du capital de l'entreprise pour inclure une dimension comportementale basée sur la théorie de l'enracinement, la théorie de la cohérence comportementale ou même la théorie culturelle. Ainsi, cette recherche dépendra de ces hypothèses théoriques qui justifient, si elle existe une relation entre la gouvernance d'entreprise et sa structure du capital.

Dans cette section nous tenterons d'explorer et de présenter les lignes directrices et les apports majeurs des principaux courants théoriques expliquant le lien entre la structure du capital et la gouvernance d'entreprise, en décrivant en détail chaque théorie et son point de vue sur la relation susmentionnée. Ainsi, dans la première sous-section, nous présenterons les principaux courants théoriques de la dimension disciplinaire de la gouvernance d'entreprise. Ensuite, l'objectif de la deuxième sous-section est d'explorer les lignes directrices et les apports des théories relatives à la dimension comportementale de la gouvernance d'entreprise et son lien avec les caractéristiques du PDG et la composition du conseil d'administration.

Ceci nous a conduit à déployer, dans cette section, deux points principaux que nous schématisons dans la figure suivante qui constitue également le plan de la section.

Figure 1.11 : Plan de la section 3/Chapitre 1



Source : Elaborée par l'auteur

3.1 Dimension disciplinaire de la gouvernance d'entreprise : principaux courants théoriques

Nous présentons, dans la présente sous-section, les principaux courants théoriques sur lesquels s'appuient les théoriciens de la gouvernance pour élaborer des recommandations à l'adresse des entreprises managériales.

La thématique de la gouvernance d'entreprise trouve son origine dans la vision contractuelle de la firme, laquelle découle notamment de la théorie d'agence, la théorie des parties prenantes, la théorie de l'intendance, la théorie des institutions et la théorie des dépendances des ressources. Ces théories cherchent à expliquer les raisons pour lesquelles certaines firmes sont plus efficaces que d'autres.

3.1.1 Théorie des parties prenantes

En élargissant les mécanismes de gouvernance à l'ensemble des parties prenantes (et non plus aux seuls actionnaires), de nombreux auteurs ont remis en cause la pertinence du modèle actionnarial, qui s'inscrit dans le cadre de la vision disciplinaire de la gouvernance d'entreprise s'oriente vers une gouvernance partenariale responsable qui dépasse la dimension purement disciplinaire telle qu'elle a été proposée par la théorie de l'agence.

À ce stade, la théorie des parties prenantes constitue une théorie de référence de l'approche contractuelle élargie de gouvernance. Cette dernière expose que l'entreprise ne doit pas se soucier aux seuls intérêts de ses actionnaires, mais à ceux de tous les acteurs avec lesquels elle est en relation. Cette théorie élargit les missions et les responsabilités des dirigeants en dépassant l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale et en incluant les intérêts et droits des "non-actionnaires ».

3.1.1.1 Théorie des parties prenantes et gouvernance d'entreprise

La notion de partie prenante se situe au centre de la théorie de la gouvernance d'entreprise, puisque la performance se mesure en fonction de ce qui est identifié comme tel. Plus précisément, selon Freeman (1984, cité dans Le Maux J, 2016. P19), l'un des fondateurs de la théorie des parties prenantes, « une partie prenante est tout simplement tout groupe ou individu qui affecte ou est affectée par la réalisation d'un but d'une entreprise ». Ainsi, les parties prenantes englobent toute forme d'agents économiques, qu'il s'agisse d'individus ou de toute forme de groupe (organisation, institution, association, etc.). Néanmoins, l'inconvénient de cette définition unificatrice est sa qualité de pouvoir tout englober. L'enjeu devient alors d'être en mesure d'identifier une « partie prenante ».

Parallèlement aux contraintes d'efficacité, la théorie des parties prenantes expose que l'entreprise doit répondre à des contraintes de légitimité et de justice. Elle se base sur une approche économique néoinstitutionnelle de l'entreprise qui définit sa dimension instrumentale. Elle remet en cause l'idée de séparation entre une perspective financière et économique dominée par l'intérêt et l'opportunisme d'une part et d'autre part, la recherche du bien commun et de l'équité au sein de l'entreprise. Cette dernière est toujours considérée comme étant un noeud de contrats volontaires ou pas, explicites ou implicites qui relie les managers aux parties prenantes.

Les implications de la théorie des parties prenantes en matière de gouvernance des entreprises sont peu claires. Les auteurs ne précisent pas les évolutions qu'il convient de promouvoir afin d'aboutir à des firmes prenant davantage en compte les intérêts de leurs parties prenantes (Clarke, 1998). L'étude des différents systèmes de gouvernance pourrait suggérer des possibilités d'évolution (notamment en s'inspirant des modèles allemands et japonais).

Toutefois, comme le souligne Etzioni (1998), « *la gouvernance est un construit social qui reflète les valeurs, intérêts et besoins particuliers d'une société, il n'est donc pas évident d'adopter des mécanismes de gouvernance propres à un pays dans d'autres contextes* »³⁴. Ainsi, de manière plus générale, cette nouvelle approche partenariale semble améliorer la représentation de la firme et abandonner la vision réductrice de la gouvernance d'entreprise assimilée à la discipline exercée sur les dirigeants par les seuls actionnaires, au profit d'une réflexion d'ensemble du dispositif qui délimite l'espace discrétionnaire des dirigeants.

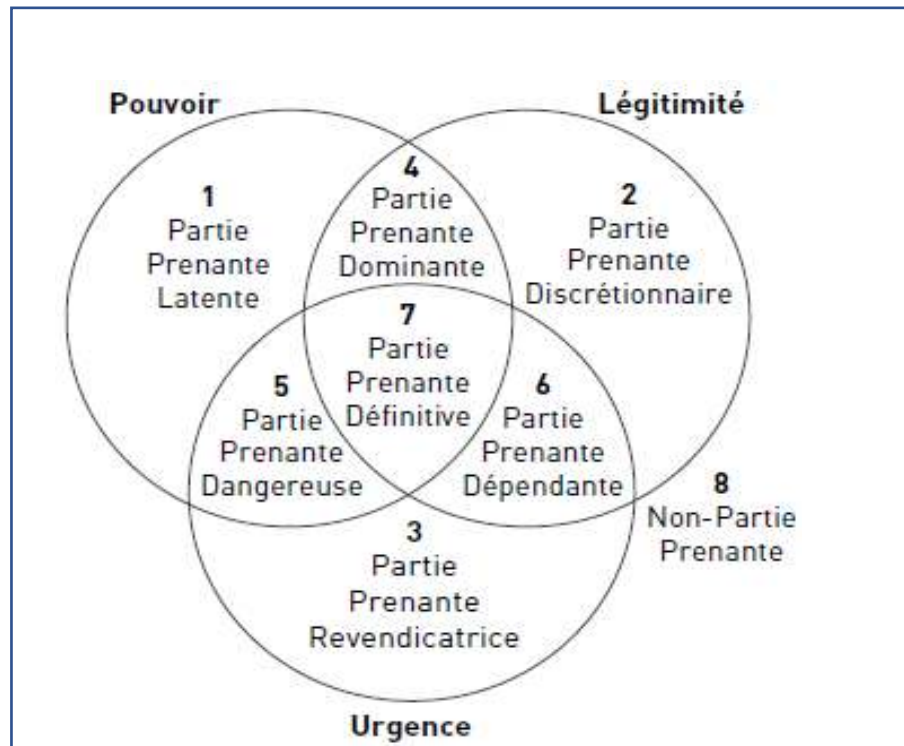
3.1.1.2 Théorie des parties prenantes : Modèle de Mitchell

Le modèle d'identification des parties prenantes de Mitchell et *al.* (1997) est considéré comme une référence par une majorité de chercheurs, car les auteurs reviennent sur les modèles antérieurs, et offrent un modèle de synthèse. Mitchell et *al.* (1997) identifient trois qualités : le pouvoir, la légitimité, et l'urgence. Pour autant, une partie prenante pourra être dotée d'aucun, d'un, deux ou trois de ces attributs.

Les auteurs aboutissent à une typologie comportant sept types de parties prenantes (un huitième étant constitué des non-parties prenantes), et ce en recensant toutes les combinaisons possibles comme le montre la figure ci-après.

³⁴ Etzioni, A., « A Communitarian Note on Stakeholder Theory », *Business Ethics Quarterly*, vol. 8, Issue 4, p. 679-691, 1998

Figure 1.12: Typologie des parties prenantes d'après Mitchell et *al.* (1997)



Source : Mitchell et *al.* (1997)

Cette typologie permet d'orienter les priorités du dirigeant vers les parties prenantes possédant le plus grand nombre d'attributs (les parties prenantes définitives), ou présentant une combinaison d'attributs nécessitant une attention particulière (les parties prenantes dominantes).

Enfin, la théorie des parties prenantes implique que ce soit la société qui détermine le succès de l'entreprise³⁵. Cela peut donc entraîner une certaine frustration de la part des dirigeants puisque les réussites ne seront pas forcément liées à la réalisation des objectifs organisationnels.

³⁵ On retrouve ici une certaine analogie avec l'écologie des populations de Hannan et Freeman, 1977

3.1.2 Théorie de l'intendance

" Agency theory argues that shareholder interests require protection by separation of incumbency of roles of board chair and CEO. Stewardship theory argues shareholder interests are maximised by shared incumbency of these roles. Results of an empirical test fail to support agency theory and provide some support for stewardship theory." (Donaldson et Davis, 1991, p. 49)

Selon la déclaration susmentionnée, la théorie de l'intendance est une alternative à la théorie de l'agence, elle a son pedigree dans la psychologie et la sociologie organisationnelles plutôt que dans les perspectives financières et économiques. Elle a été largement acceptée par de nombreuses associations professionnelles, y compris les gouvernements et les grandes organisations. Contrairement à la théorie de l'agence, la théorie de l'intendance soutient que les gestionnaires devraient être laissés à eux-mêmes, et qu'ils agiront en fait comme des intendants responsables des actifs qu'ils contrôlent (Davis et al., 1997).

Donaldson et Davis (1991, p. 51) affirment que *" Here organisational rôle-holders are conceived as being motivated by a need to achieve, to gain intrinsic satisfaction through successfully performing inherently challenging work, to exercise responsibility and authority, and thereby to gain recognition from peers and bosses"*³⁶. Cela indique qu'outre les motivations financières, les dirigeants ont des motivations non financières pour maximiser la richesse des actionnaires. En particulier, la satisfaction intrinsèque liée à la réussite d'un travail intrinsèquement stimulant, l'exercice de responsabilités et d'autorité, et donc la reconnaissance de leurs pairs et de leurs supérieurs pour améliorer leur réputation sur le marché (Donaldson et Davis, 1991).

3.1.2.1 Apport de la théorie de l'intendance

Les hypothèses théoriques de l'agence sont basées sur des perspectives économiques et financières, et ne mettent en évidence que les comportements des intéressés et ignorent les autres comportements de la nature humaine qui peuvent exister (Muth et Donaldson, 1998). En conséquence, la théorie de l'intendance a été initialement introduite pour définir des relations de contexte organisationnel basées sur d'autres prémisses de comportement humain (Donaldson et Davis, 1991).

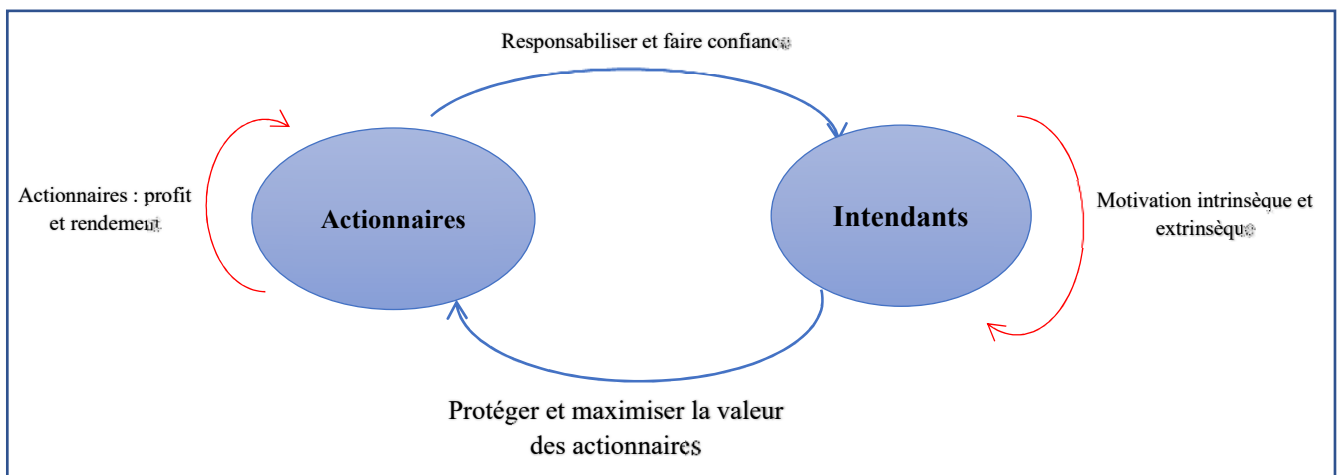
³⁶ Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of management*, 16(1), 49-64.

Muth et Donaldson, (1998) affirment que "la théorie de l'intendance reconnaît une série de motifs non financiers pour le comportement de gestion. Parmi ces motifs, on peut citer : le besoin d'accomplissement et de reconnaissance, la satisfaction intrinsèque d'une performance réussie, le respect de l'autorité et l'éthique du travail". En d'autres termes, selon les perspectives de la théorie de la gérance, les gestionnaires sont considérés comme intéressés par l'obtention d'un niveau de performance plus élevé et par la volonté d'agir au mieux des intérêts des actionnaires de l'entreprise (Donaldson et Davis, 1991).

La théorie de l'intendance prévoit que la réussite d'une entreprise et la maximisation de la richesse des actionnaires ne peuvent être réalisées que lorsque la structure de l'organisation facilite un contrôle efficace par la direction. Ainsi, les membres internes du conseil d'administration sont plus favorisés que les membres externes en raison de leur expertise technique, de leur connaissance approfondie et de leur accès aux informations opérationnelles de l'entreprise (Muth et Donaldson, 1998).

Le modèle de la théorie de l'intendance peut être représenté graphiquement de la manière suivante :

Figure 1.13 : *Modèle de la théorie de l'intendance*



Source : Elaborée par l'auteur à partir du Abdoullah & Valentine (2009)

La théorie de l'intendance poursuit une approche coopérative (par rapport à l'approche conflictuelle qui prévaut dans la théorie de l'agence) ; l'intendant s'implique et s'associe entièrement à la performance de l'organisation qui l'emploie car il considère que ses objectifs personnels sont identiques à ceux de l'organisation. Le contrôle de l'intendant est alors contre-productif car il réduit son initiative et sa motivation.

De plus, la théorie de l'intendance soutient que le fait de combiner le directeur général (DG) et le président du conseil d'administration (PCA) sous l'autorité d'une seule personne (dualité) serait favorisé en termes de prise de décision d'investissement et de stratégie organisationnelle. Ainsi, les performances financières de l'entreprise et la richesse des actionnaires peuvent être maximisées de manière adhésive (Donaldson et Davis, 1991).

A noter que si les deux parties (actionnaire/administrateur et dirigeant exécutif) font le même choix (agence ou intendance), le résultat est élevé, quelle que soit la théorie retenue (maximisation de la performance si l'intendance est choisie et minimisation des coûts si l'agence est choisie).

3.1.2.2 Limites de la théorie de l'intendance

Selon la théorie de l'intendance, il n'est pas nécessaire que le conseil d'administration de l'entreprise serve de fiduciaire aux actionnaires (Glinkowska et Kaczmarek, 2015), parce que les dirigeants sont considérés comme des gestionnaires dignes de confiance des ressources de l'entreprise qui leur sont fournies (Keay, 2017 ; Madhani, 2017).

Dans cette perspective, l'accent est plutôt mis sur la coopération et la collaboration (Keay, 2017). Ovidiu-Niculae et *al.* (2012) ont fait valoir que les membres du conseil d'administration devraient apporter leurs connaissances et leur expertise pour faciliter la prise de décision stratégique de l'entreprise. Les principaux facteurs de motivation dans cette perspective sont la satisfaction d'accomplir le travail (Glinkowska et Kaczmarek, 2015) et le souci des intérêts des autres (Keay, 2017).

Un inconvénient important de la perspective de l'indépendance est l'investissement initial de temps et de ressources par les actionnaires pour impliquer les gérants dans la résolution des problèmes de l'agence et l'échange d'informations (Keay, 2017).

En outre, Keay (2017) a fait valoir qu'une des principales critiques formulées à l'égard de la théorie de l'indépendance est la liberté accordée aux membres du conseil d'administration dans l'exercice de leur pouvoir discrétionnaire en ce qui concerne les actions et les décisions prises par les gestionnaires.

Quoique des mécanismes de contrôle supplémentaires ne soient pas nécessairement obligatoires dans cette perspective, les partisans de cette théorie reconnaissent la nécessité pour le conseil d'administration d'être tenu responsable devant les actionnaires (Keay, 2017 ; Madhani, 2017). Les conflits d'intérêts sont inévitables par nature, et les actionnaires doivent donc s'assurer que

les membres du conseil d'administration agissent de manière appropriée dans leur rôle de délégué dans la relation d'agence.

Bien que cette théorie n'ait pas encore été beaucoup étudiée, nous pensons qu'elle permettrait d'interpréter la problématique de la dette dans un contexte international où les postulats de la théorie d'agence sont peu susceptibles d'être vérifiés

En somme, une caractéristique essentielle de la théorie de l'intendance peut être résumée dans les points suivants :

1. Aucun conflit inhérent,
2. La clé est la coordination plutôt que le contrôle,
3. L'autonomie de gestion plutôt que l'hégémonie.

3.1.3 Théorie institutionnelle

La théorie institutionnelle est l'élaboration des politiques qui mettent l'accent sur les aspects formels et juridiques des structures gouvernementales (Kraft, 2007). Ainsi, cette théorie suggère que les dispositifs de gouvernance d'entreprise reflètent toujours le processus social et politique. Par ailleurs, Judge et *al.*, (2008) affirment que "la théorie institutionnelle souligne que les organisations, les domaines organisationnels et les nations sont plus qu'un moyen de produire des biens et des services, ce sont aussi des systèmes sociaux et culturels".

En conséquence, la théorie institutionnelle étend le cadre traditionnel des agences en suggérant que l'efficacité des mécanismes internes de gouvernance d'entreprise est façonnée par un ensemble de facteurs institutionnels complexes qui tendent à différer d'un pays à l'autre (Filatotchev et *al.*, 2013).

Il est intéressant de noter que les progrès récents de la littérature sur la gouvernance d'entreprise montrent empiriquement que la théorie institutionnelle complète la théorie de l'agence en termes de mécanismes de gouvernance offerts par chaque théorie, c'est-à-dire les mécanismes de gouvernance d'entreprise au niveau du pays et de l'entreprise (Nguyen et *al.*, 2015).

En outre, de récentes recherches comparatives transnationales ont mis en évidence l'effet des différences institutionnelles entre les pays sur la modification du conflit principal-agent (Filatotchev et *al.*, 2013). La Porta et *al.* (2000) ont fait valoir que les systèmes juridiques offrent un niveau de protection des investisseurs différent d'un pays à l'autre, ce qui, en termes d'impact, affecte le niveau de conflit entre mandants et mandataires auquel sont confrontés les actionnaires.

Selon Aguilera et Jackson (2010), les théories institutionnelles ont dépassé le stade de l'étude de la manière dont la loi façonne les conflits d'intérêts et s'intéressent maintenant à la manière dont des facteurs culturels, sociaux et politiques plus larges façonnent la diversité transnationale des acteurs et des cadres de la gouvernance d'entreprise. Warren, (2003) soutient que ces forces politiques et sociales peuvent devenir plus influentes que les forces économiques dans le façonnage du destin des entreprises.

Filatotchev *et al.* (2012, p. 970) ont déclaré que *"cette nouvelle approche vise à mieux comprendre l'interdépendance entre les mécanismes de gouvernance et les environnements organisationnels et institutionnels dans lesquels ces pratiques sont menées. Ce point de vue implique que les pratiques de gouvernance des entreprises n'ont pas d'effet direct et linéaire sur la performance. Les effets sur la performance dépendent plutôt d'un certain nombre de facteurs au niveau de l'entreprise et des macros institutions qui ne sont pas prises en compte dans la grande majorité des études"*.

Misangyi et Acharya (2014, p. 1704) ont également suggéré que *"...pour vraiment comprendre l'efficacité de la gouvernance, nous devons cesser de penser aux mécanismes de manière isolée, en abandonnant la recherche de la fin de tous les mécanismes, et plutôt diriger notre attention sur la manière dont les différents mécanismes de gouvernance se combinent efficacement les uns avec les autres pour les résultats particuliers souhaités"*. Cela pourrait être une bonne indication pour soutenir l'argument proposé dans cette thèse.

La théorie institutionnelle et le cadre de gouvernance au niveau du pays peuvent avoir la capacité de compléter la théorie d'agence et les mécanismes de gouvernance au niveau de l'entreprise en réduisant les conflits entre les agences et en augmentant la performance de l'entreprise.

3.1.4 Théorie des dépendances des ressources

La théorie des dépendances des ressources est principalement axée sur les relations avec l'environnement extérieur plutôt que sur celles au sein de l'entreprise. Cette théorie met en évidence le rôle des ressources externes dans le façonnage du comportement organisationnel. Wernerfelt (1984, p. 172) a déclaré que *"une ressource est tout ce qui peut être considéré comme une force ou une faiblesse d'une entreprise donnée"*. Hillman et Dalziel, (2003) affirment que la fourniture de ressources à une entreprise est une fonction directement liée au conseil d'administration. De même, Hussain *et al.*, (2019) déclarent que les conseils d'administration sont des mécanismes de délimitation importants qui forment des liens avec les environnements externes.

Les fondements théoriques de ces hypothèses font directement référence à l'ouvrage intitulé "The External Control of Organizations" : À Resource Dependence Perspective" de Pfeffer et Salancik, (1978). Ces auteurs notent que "*lorsqu'une organisation nomme un administrateur dans un conseil d'administration, elle s'attend à ce que cet administrateur vienne soutenir l'organisation, s'occupe de ses problèmes, la présente de manière variable aux autres et essaie de l'aider*" (Pfeffer et Salancik, 1978. p.163). Par conséquent, cette aide est considérée comme un moyen d'améliorer les résultats financiers de l'entreprise et d'accroître le rendement des actionnaires (Muth et Donaldson, 1998).

Dans ce contexte, la théorie de la dépendance des ressources suggère que le conseil d'administration est non seulement le mécanisme de gouvernance le plus important, mais aussi une source de ressources différentes pour l'entreprise. Ainsi, l'expérience, la qualification, le sexe et d'autres caractéristiques des membres du conseil d'administration deviennent de plus en plus importants dans la définitions des décisions financières et stratégiques de l'entreprise (Ouhadi, 2021).

En outre, la théorie de la dépendance des ressources suggère que l'établissement d'un lien entre une entreprise et son environnement externe a des conséquences qui peuvent réduire le coût de transaction associé aux interdépendances environnementales. Cela améliore la survie d'une entreprise et accroît ses performances financières (Hillman et Dalziel, 2003). En ce qui concerne les interdépendances entre les mécanismes de gouvernance, Hussain et *al.*, (2019) ont déclaré que l'utilisation de la théorie de la dépendance des ressources pour expliquer les effets de la gouvernance sur les performances de l'entreprise facilite la compréhension des relations entre ces mécanismes de gouvernance.

3.1.4.1 Rôle du conseil d'administration selon la théorie de la dépendance des ressources

Bien que la théorie de l'agence ait été largement utilisée comme base pour examiner les questions de l'association entre la gouvernance d'entreprise et la structure du capital, on a récemment fait valoir que la théorie de la dépendance des ressources pourrait être mieux à même de servir de base aux systèmes de connaissance de la gouvernance. La théorie de l'agence se concentre sur le rôle de contrôle et de surveillance du conseil d'administration, tandis que la théorie de la dépendance des ressources se concentre sur le rôle de consultation du conseil d'administration (Peters et Bagshaw, 2014).

Selon la théorie de la dépendance des ressources, le conseil d'administration d'une société fournit une ressource importante à l'entreprise sous la forme de capital relationnel, c'est-à-dire

les diverses connexions formelles et informelles détenues par les membres du conseil d'administration (Madhani, 2017).

Selon Hillman et Dalziel (2003) et Tarus et Ayabei (2016), les membres du conseil d'administration servent :

- De réseaux à l'environnement externe pour améliorer le niveau de connaissance sur la compétitivité et les changements au sein de l'industrie.
- Peuvent donner accès à des ressources externes, telles que des informations, des compétences et des éléments clés, réduisent l'incertitude au sein de l'entreprise, ce qui apporte une valeur et un pouvoir immédiats. Cette valeur augmente de manière exponentielle si les ressources fournies ne sont pas facilement substituables, comme un client ou un fournisseur unique (Ouhadi, 2021).
- Apporter des réseaux externes supplémentaires que l'entreprise pourra utiliser (dans le cas des membres du conseil d'administration plus indépendants).

Hillman et Dalziel, 2003 classent les membres indépendants des conseils d'administration en trois catégories :

1. experts en affaires : peuvent fournir les réseaux pour la stratégie et les ressources concurrentielles dont l'entreprise a besoin pour être compétitive dans le secteur
2. spécialistes du soutien : peuvent fournir les réseaux d'expertise technique ou les ressources relationnelles dont l'entreprise a besoin dans son domaine de spécialisation
3. influents dans la communauté : peuvent fournir les réseaux de ressources dont l'entreprise a besoin pour soutenir d'autres parties prenantes que les actionnaires

Dans l'ensemble, le conseil d'administration de l'entreprise se chargerait avant tout de mettre les dirigeants en contact avec les ressources externes nécessaires pour gérer l'entreprise avec succès, plutôt que de surveiller leur comportement. Toutefois, servir de lien avec l'environnement externe pourrait permettre à d'autres réseaux de surveiller le comportement des dirigeants au nom des membres du conseil d'administration.

3.1.4.2 Types de ressources et facteurs déterminants

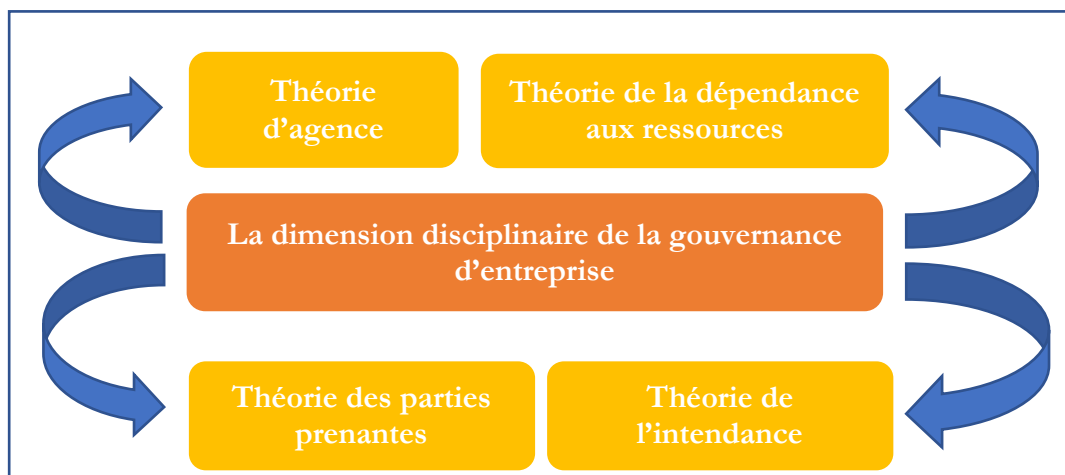
Il existe différents types de ressources dont les entreprises dépendent, comme des éléments physiques ou des ressources techniques comme l'information et la connaissance également. En outre, les entreprises en général peuvent dépendre de ressources sociales comme le prestige et la réputation qui leur permettent de survivre.

Les ressources ont des valeurs différentes, la valeur de chaque ressource peut être déterminée par différents facteurs tels que la demande et l'offre, ou même la disponibilité des ressources. La discrétion sur une ressource définit également la relation de dépendance de la ressource.

La théorie des dépendances des ressources soutient que le conseil d'administration est le mécanisme le plus efficace pour contrôler les ressources de l'entreprise et trouver de nouveaux liens pour obtenir des ressources de l'environnement extérieur. Elle met donc en évidence le rôle des conseils d'administration dans la détermination de la valeur de l'entreprise en général.

La figure suivante démontre les théories présentons la dimension disciplinaire de la gouvernance d'entreprise.

Figure 1.14: Les principales théories disciplinaires de la gouvernance d'entreprise



Source : Elaborée par l'auteur

3.1.5 Approche disciplinaire du conseil d'administration

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

Plus généralement, il existe deux grandes approches en matière de composition des conseils d'administration :

- La théorie dite de l'homogénéité qui a largement inspiré les codes de bonne conduite en matière de gouvernance d'entreprise. Ce courant préconise la présence d'administrateurs indépendants et la séparation des mandats de Président du conseil et de directeur général, indépendamment de la spécificité des entreprises ;
- La théorie dite de la spécificité, prônée par des auteurs comme Adams et *al.*, (2010), qui considère que la composition des conseils ne doit pas être dictée par des normes externes, mais doit être inspirée par les caractéristiques propres à chaque entreprise et à son environnement.

La plupart des recherches ont confirmé la pertinence de ces deux approches. S'il y a une certaine tendance à l'homogénéisation de la composition des conseils grâce à la diffusion des réglementations en matière de gouvernance, la structure de propriété influence aussi la composition des conseils d'administration. Bonnet et *al.*, (2017) a ainsi montré que la composition des conseils d'administration dépendait du niveau d'information spécifique que détiennent les administrateurs internes et du coût de collecte de cette information par les administrateurs externes.

La présence au sein des conseils d'administration d'administrateurs internes, c'est-à-dire membres de l'équipe dirigeante, est importante notamment pour accéder à des informations internes. Il est probable en effet que les administrateurs externes (qui sont a priori indépendants) ont moins de facilité à avoir accès aux informations clés que les administrateurs internes (qui font partie de l'entreprise et qui ont donc accès à des informations spécifiques qu'ils n'ont pas toujours intérêt à révéler). Comme les administrateurs internes peuvent hésiter à entrer en conflit avec les dirigeants, il faut que les conseils d'administration intègrent également des administrateurs indépendants qui ne craignent pas de poser des questions gênantes ou de contredire les dirigeants.

La composition idoine d'un conseil d'administration dépend en effet de multiples facteurs. À titre d'exemple, lorsque l'actionnariat est concentré (une des variables de notre étude), la proportion d'administrateurs indépendants est généralement plus faible, car l'actionnaire majoritaire est fortement incité à contrôler les dirigeants. À l'inverse, lorsque le capital est dispersé, les actionnaires minoritaires peuvent entrer en conflit avec les dirigeants qu'ils ne peuvent pas toujours contrôler. C'est sans doute ce qui explique que les actionnaires

minoritaires sont généralement plus favorables à la nomination d'administrateurs indépendants et à la séparation des fonctions de Président et de Directeur général.

3.2 La dimension comportementale de la gouvernance de l'entreprise et caractéristiques des dirigeants

La dimension comportementale de la gouvernance complète les approches disciplinaires qui ne tiennent pas compte des erreurs que peuvent commettre les dirigeants et les personnes chargées de les contrôler. Elle étudie l'impact des biais de comportement sur le processus de décision des dirigeants en considérant que ceux-ci prennent parfois des décisions contraires à l'intérêt des actionnaires sans même en avoir conscience.

L'idée que les individus puissent être irrationnels et commettre des erreurs cognitives ou émotionnelles rend la question de la gouvernance plus complexe, car les différents mécanismes de gouvernance d'ordre disciplinaire ont été pensés pour agir sur la latitude managériale des dirigeants et non pas pour les empêcher de faire des erreurs. En outre, l'approche disciplinaire pose l'hypothèse de la rationalité des acteurs chargés de contrôler les dirigeants. Le système de gouvernance doit intégrer ces aspects comportementaux afin d'essayer de limiter les risques de survenance d'erreurs cognitives ou d'en limiter les conséquences lorsqu'elles ont été commises.

3.2.1 Enracinement des dirigeants

La théorie de l'enracinement est proposée par Bebchuk et Fried (2005), comme la durée du mandat des PDG (l'une des variables indépendantes de cette étude) augmente le niveau d'enracinement, et permet aux PDG d'avoir un pouvoir sur le conseil d'administration. L'augmentation du niveau de pouvoir permet au PDG de fixer son propre niveau de rémunération, indépendamment des besoins des actionnaires, et donc les niveaux de rémunération deviennent moins sensibles aux performances de l'entreprise. L'hypothèse de l'ancrage suppose que les PDG ayant un mandat plus long sont ancrés, ce qui est difficile à quantifier et donc à mesurer.

La théorie d'enracinement avance que les managers cherchent à maximiser leurs profits au détriment des objectifs des actionnaires. Cela suppose également que les dirigeants ont la capacité de neutraliser les différents mécanismes de contrôle afin d'augmenter leur pouvoir discrétionnaire au sein de l'organisation. Par exemple, Berger et *al.* (1997) montrent que les dirigeants les plus enracinés préfèrent les financements en fonds propres par rapport à la dette afin d'éviter le contrôle. Dans la même lignée, Benmelech (2006) montre que les dirigeants les plus enracinés se financent avec de la dette à long terme.

De même, cette théorie suppose l'incapacité potentielle des techniques et des mécanismes de contrôle à imposer les dirigeants à prendre des décisions conformes aux intérêts des actionnaires (Alexandre Paquerot, 2000).

Dans la même vision, les managers s'opposent aux mesures disciplinaires et cherchent à les contourner, et ce, en s'enracinant au sein de l'organisation, c'est-à-dire en se rendant utile et de valeur pour les actionnaires, ainsi qu'en rendant leurs changements très coûteux pour l'entreprise. Cela se fait également en adoptant des mécanismes de gouvernance qui diminuent l'exposition des managers au risque de l'expulsion par une prise de contrôle (Cremers et Palia, 2011).

Nous utilisons dans cette étude plusieurs caractéristiques des PDG pour évaluer le degré de pouvoir des PDG, notamment la dualité des PDG et leur âge. Une théorie est basée sur l'apprentissage de la capacité des PDG (Murphy et Bertrand, 1986) ; les actionnaires sont capables de structurer un contrat de PDG pour leur permettre de s'informer sur la capacité des PDG. Les actionnaires et le conseil d'administration sont en mesure de connaître les capacités des PDG au fil du temps. La rémunération des PDG augmente avec l'expérience, et celle-ci s'acquiert avec le temps. Cette théorie dépend du degré d'opacité de l'information, des facteurs économiques et du degré d'actionnariat (Cremers et Palia, 2011).

3.2.2 Cohérence comportementale des dirigeants

La cohérence comportementale peut être liée aux caractéristiques du PDG, en particulier son âge. Une étude précédente a montré que les décisions prises par le PDG en matière d'endettement sont liées à ses décisions personnelles (Cronqvist et *al.*, 2012). La théorie qui sous-tend cette recherche, appelée "théorie de la cohérence comportementale", indique que les individus se comportent de manière cohérente dans toutes les situations, qu'il s'agisse d'acheter une maison ou de choisir d'investir dans la construction d'une nouvelle usine.

Dans cette étude, les caractéristiques des PDG se concentreront sur leurs attributs en tant que PDG au sein de l'entreprise, par opposition à leurs attributs personnels en dehors de l'entreprise. Les PDG sont en position de pouvoir, et dans cette étude, l'accent est mis sur le rôle du PDG en raison de la responsabilité qu'il détient en ce qui concerne les décisions relatives à la structure du capital ; décisions qui sont prises en interne.

Le risque est un facteur clé dans la décision relative à la structure du capital. Les attributs spécifiques du PDG peuvent contribuer à un pourcentage plus élevé de dettes ou de capitaux

propres dans la structure du capital. Plusieurs variables liées aux caractéristiques du PDG seront collectées dans cette étude, par exemple l'âge du PDG et la durée du mandat.

3.2.3 Culture du dirigeant

Davis et al (1997) proposent que le choix entre la théorie de l'agence et la théorie de l'intendance peut être influencé par des facteurs culturels. Nous nous inspirons de cette proposition et considérons le rôle de la culture nationale (mesurée par la nationalité du PDG) dans la relation entre la gouvernance d'entreprise et la structure du capital.

Nous retenons, pour notre étude, la conceptualisation de Hofstede (1980), qui définit la culture comme la programmation collective de l'esprit qui distingue un groupe national ou une catégorie d'individus d'une autre catégorie. Plus particulièrement, quatre dimensions de la culture nationale qui peuvent expliquer les différences d'impact de la gouvernance d'entreprise sur la structure du capital, à savoir :

- rapport à l'autorité ou distance hiérarchique ;
- individualisme/collectivisme ;
- masculinité/féminité ;
- évitement de l'incertitude ;
- l'orientation à long terme du pays.

Nous avons pris en compte deux dimensions dans notre étude (individualisme/collectivisme et masculinité/féminité), et ce en raison du choix méthodologique dans la partie empirique.

3.2.3.1 Masculinité et féminité

La présence des administrateurs masculins dans le conseil d'administration met un accès particulier sur l'affirmation, le statut, la richesse et la réussite, alors que les administrateurs féminins accordent plus d'importance aux relations interpersonnelles, à la préservation de l'environnement, à la solidarité et la qualité globale de l'entreprise. Les administrateurs masculins mus par un grand besoin d'accomplissement personnel, devraient être disposés à prendre plus de risques et ne pas éprouver de réticence envers l'endettement qui leur donne les moyens de leur ambition, même au prix d'un supplément de risque, alors que les administrateurs féminins sont plus réticentes vis à vis de l'endettement, en raison de la crainte générale du risque de défaillance.

3.2.3.2 Evitement de l'incertitude

Les cultures à fort évitement de l'incertitude (tels que la culture marocaine) sont des sociétés où les membres se sentent menacés par des situations ambiguës, risquées, peu structurées et tendent donc à éviter tout ce qui est risqué (Hofstede, 1980). Comment peut-on caractériser la relation gouvernance d'entreprise et endettement dans des cultures à fort évitement de risque? Il est vraisemblable que les entreprises qui redoutent les coûts de liquidation pour leurs parties prenantes limiteront leur niveau d'endettement (Titman, 1984).

Par conséquent, nous pensons que les relations actionnaires et dirigeants seraient plus fondées sur la confiance et l'absence de confrontation comme le prévoit la théorie de l'intendance. Les conflits d'agence devraient être moins sévères, car les membres des sociétés à fort évitement de risque ont tendance à faire passer l'intérêt collectif avant l'intérêt individuel. Le rôle régulateur de la dette y est moins important et les firmes devraient avoir moins de levier.

Par contre, dans des cultures à faible évitement de l'incertitude, nous considérons que les relations seront plus formelles que dans des cultures à fort évitement d'incertitude. L'usage des mécanismes de réduction des coûts d'agence serait par conséquent plus efficace.

3.2.4 Modèle d'apprentissage du marché contre théorie de la signalisation managériale

Des modèles d'apprentissage du marché ont été développés par Scharfstein et Stein (1990), et Holmstrom (1999), qui se rapportent à l'âge et la durée de mandat du PDG, qui sont des variables indépendantes dans cette étude. Ces modèles indiquent que les PDG les plus jeunes sont plus exposés au risque, l'impact sur leurs stratégies d'investissement est moins agressif par rapport à celles des PDG plus âgés. Les PDG qui sont nouveaux dans ce rôle et qui manquent d'expérience, et donc de références à leurs réalisations antérieures dans le rôle de PDG, font l'objet d'un examen et d'un suivi plus rigoureux de la part du reste du conseil d'administration.

Dans les situations où le PDG prend de mauvaises décisions, le niveau de contrôle et de surveillance est exacerbé pour l'avenir. L'impact de ces mauvaises décisions sont les suivants :

- l'entreprise en souffrira ;
- les futures possibilités de carrière du PDG seront réduites (Holmstrom, 1999).

Le résultat global est que les jeunes PDG sont moins réticents à poursuivre des investissements risqués, ce qui indique qu'il existe un soutien pour une relation positive entre l'âge du PDG et le niveau d'endettement.

Les modèles de la théorie des agences reconnaissent que les PDG ont un niveau de discrétion qui peut être utilisé en interne pour influencer les décisions de l'entreprise, comme la structure du capital. Deuxièmement, pour faire avancer leurs objectifs personnels (Paquin, 2020). Le niveau de discrétion dépend du degré de gouvernance d'entreprise mise en place.

Deux actions qui sont considérées comme renforçant la gouvernance d'entreprise :

- la division du rôle du PDG et du président ;
- l'augmentation du nombre d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration.

Les PDG qui opèrent dans le cadre d'une gouvernance d'entreprise faible sont en mesure d'imposer leur propre style à la société, ce qui implique que les PDG peuvent être moins opposés au processus décisionnel, ce qui a un impact sur les décisions relatives à la structure du capital.

Le premier modèle est spécifique aux gestionnaires, les PDG sont choisis par les entreprises en raison de leurs compétences spécifiques. Par exemple, une expérience antérieure de la gestion d'une expansion à l'étranger ou de la direction d'une entreprise dans le cadre d'une fusion et d'une acquisition. Les différences entre les styles de PDG permettent d'éviter les inefficacités et le conseil d'administration est en mesure de choisir le bon PDG (Paquin, 2020).

Le deuxième modèle, qui constitue une alternative, est le modèle de signalisation managériale (Prendergast et Stole, 1996). Contrairement aux modèles d'apprentissage du marché, il prévoit que :

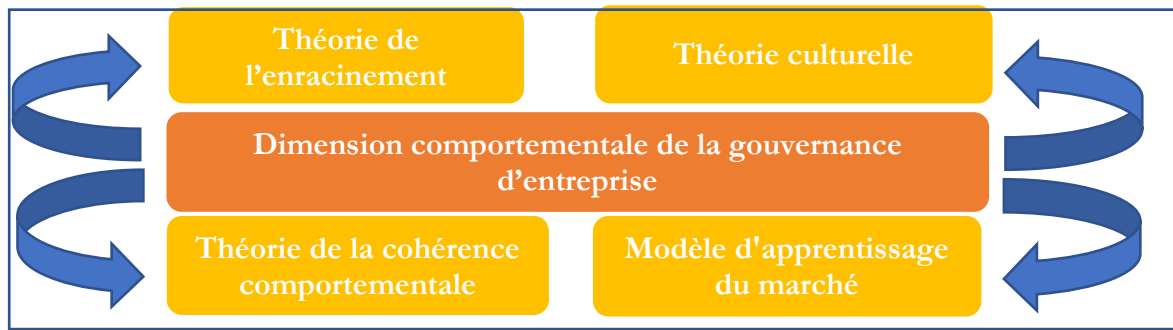
- Les jeunes PDG prennent un plus grand nombre de décisions plus risquées que les PDG plus âgés.
- Les PDG plus jeunes souhaitent prouver leurs capacités, et sont capables de le faire en adoptant une stratégie d'investissement agressive.

En outre, les PDG plus âgés sont réticents à changer de stratégie d'investissement, de peur de révéler que leurs décisions d'investissement précédentes étaient incorrectes.

Une étude antérieure indique que les PDG qui occupent le poste depuis une longue durée sont peu enclins à prendre des risques (Shleifer et Vishny, 1989) et adoptent des niveaux d'investissement inférieurs à ceux des PDG plus jeunes.

Nous synthétisons dans la figure suivante les principales théories présentons la dimension comportementale de la gouvernance d'entreprise.

Figure 1.15 : Les théories comportementales de la gouvernance d'entreprise



Source : Elaborée par l'auteur

Conclusion section

Cette section passe en revue les développements de la recherche théorique sur le lien entre la gouvernance d'entreprise et la structure du capital. Il commence par mettre en évidence les principaux modèles théoriques de la gouvernance d'entreprise de ces dernières années. La littérature existante analyse cette relation sous différents angles. Un certain nombre d'études examinent pourquoi la stratégie de financement des entreprises est affectée par les mécanismes de gouvernance, notamment les attributs du PDG et la composition du conseil d'administration. D'autres études se concentrent sur l'effet des facteurs économiques et sociaux sur les leviers des entreprises.

Par ailleurs, nous avons présenté dans cette section notre cadre théorique basé essentiellement, premièrement, sur la dimension disciplinaire, qui trouve son origine dans la vision contractuelle de la firme, et qui cherche à expliquer les raisons pour lesquelles certaines firmes sont plus efficaces que d'autres. Et deuxièmement, sur la dimension comportementale de la gouvernance d'entreprise qui étudie l'impact des biais de comportement sur le processus de décision des dirigeants, notamment la théorie de l'enracinement, le modèle de la cohérence comportementale et la théorie culturelle.

En effet, qu'elles soient disciplinaires ou comportementales, la plupart des théories 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 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 comportementales privilégient la création de nouvelles opportunités.

Après cette analyse des principales théories liant la gouvernance d'entreprise à la structure du capital, nous concluons que, quelle que soit la théorie des entreprises, chaque théorie doit essayer de trouver des solutions rentables, ou des moyens ou mécanismes pour résoudre les conflits qui surviennent entre la direction et les actionnaires ou les parties prenantes. Ces différentes théories se complètent, ce qui suggère que les variables de gouvernance d'entreprise au niveau des pays et des entreprises pourraient être utilisées comme outils de collaboration pour réduire les problèmes d'agence et d'asymétrie d'information.

Conclusion du premier chapitre

Ce chapitre liminaire a pour objectif de présenter le cadre conceptuel et théorique de notre travail de recherche tout en partant d'une définition des concepts gouvernance d'entreprise et structure du capital. En effet, l'émergence du concept de la gouvernance d'entreprise est apparue depuis les travaux de Berle et Means (1932) sur les conséquences de la séparation entre la fonction de propriété et de décision.

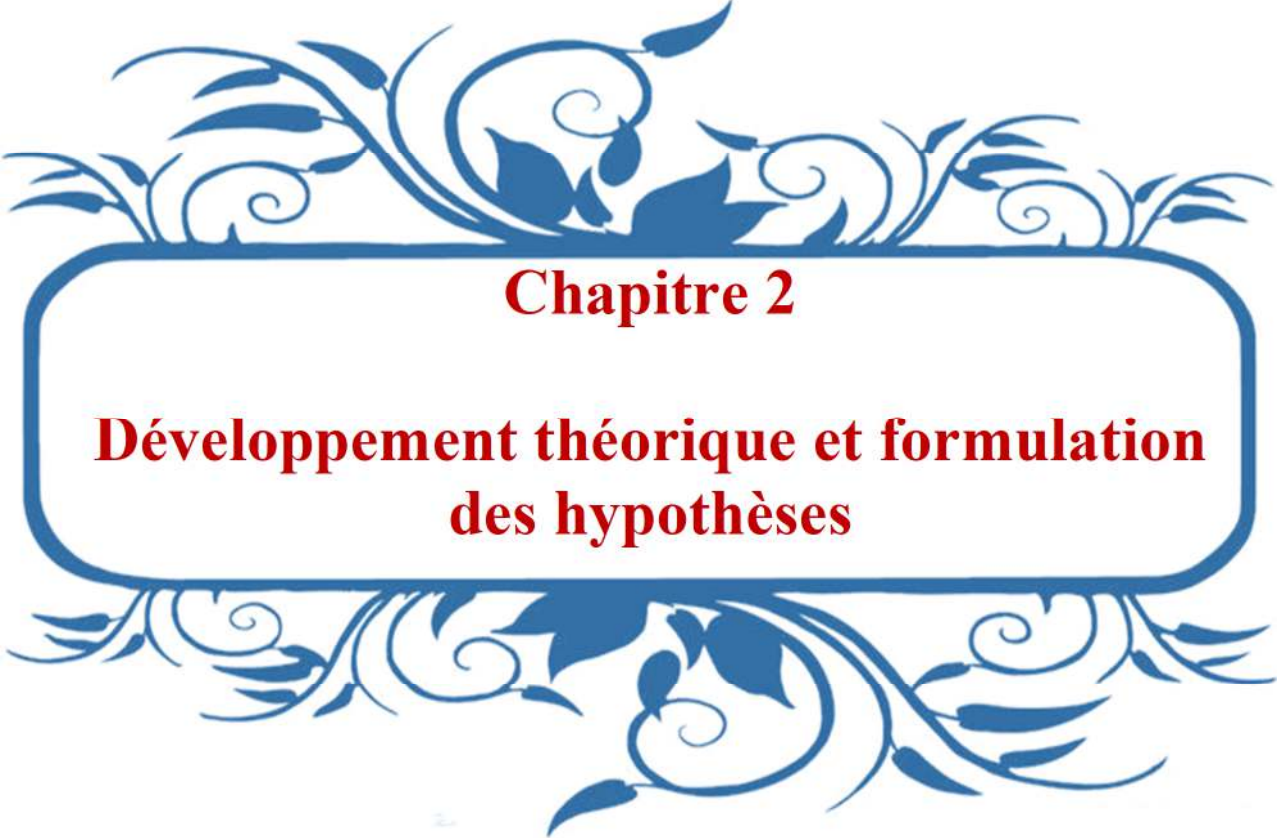
Suite à la discussion des théories entourant le lien entre ces deux concepts clés de notre thèse, nous constatons qu'il n'y a pas de théorie unique qui puisse expliquer la problématique de la structure du capital. Les recherches menées depuis la théorie de Modigliani et Miller (1958:1963) n'ont pas permis d'identifier une théorie satisfaisante et efficace, ce qui garantit que les théories de la structure du capital examinées jusqu'à présent sous-tendent toujours la recherche dans le domaine de la structure du capital. Ces théories se sont développées les unes à partir des autres et restent toutes valables aujourd'hui.

La présence de la gouvernance d'entreprise dans une entreprise agit en soi comme un mécanisme de contrôle. L'objectif de cette étude est d'identifier quelles variables de gouvernance d'entreprise ont une influence sur la structure du capital et comment elles peuvent avoir un impact sur le processus de prise de décision dans une entreprise.

L'absence d'une théorie universelle qui explique la relation entre la gouvernance d'entreprise et la structure du capital, combinée à des avancées significatives dans le développement des théories discutées, offre l'opportunité de mener des recherches supplémentaires. Toutefois, la théorie d'agence reste 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'optimiser la structure du capital de l'entreprise. Cette étude vise à identifier si les caractéristiques du PDG, du conseil d'administration et des variables de propriété peuvent expliquer certaines des raisons derrière les choix de structure du capital auxquels sont confrontées les entreprises marocaines.

La façon dont les entreprises sont gérées a changé de façon significative depuis que les théories ont été développées ; cependant, l'avancement théorique reste lent. La liste des variables utilisées dans le cadre du débat sur la structure du capital pour expliquer les variations continue de progresser, mais la liste définitive des variables clés reste difficile à établir. L'émergence de nouvelles théories dans les domaines de la structure du capital et de la gouvernance d'entreprise reste limitée à l'analyse de la variation de la structure du capital, par rapport aux théories déjà existantes. Par conséquent, les recherches continues dans ce domaine confirment la preuve que la problématique de la structure du capital d'une entreprise reste insaisissable et nécessite des recherches plus approfondies sur la manière dont le conseil d'administration prend sa décision finale entre dette et capitaux propres.

Le chapitre suivant sera consacré pour présentation de l'état de l'art empirique des différentes études sur la relation entre les mécanismes internes de la gouvernance d'entreprise et la structure du capital.

A decorative blue floral border with intricate scrollwork and leaf patterns, framing the central text.

Chapitre 2

**Développement théorique et formulation
des hypothèses**

Introduction du deuxième chapitre

Le premier chapitre du présent travail a été réservé à une lecture critique de l'état de l'art relatif à la gouvernance d'entreprise et la structure du capital qui nous a permis de mieux comprendre les fondements conceptuels de la recherche. À cet égard, nous estimons nous pouvons, à présent, construire nos hypothèses de recherche susceptible de nous permettre de définir notre cadre conceptuel.

À cet égard, l'objectif du présent chapitre est de refléter au lecteur le cheminement intellectuel ayant mené à la construction de notre cadre conceptuel. Plus précisément, le présent chapitre se donne comme objectif de démêler la nature de la relation entre les mécanismes de gouvernance retenus (les caractéristiques du PDG, la composition du conseil d'administration et la structure de propriété) et la structure du capital. Pour se faire, ce deuxième chapitre présente l'intérêt de dégager les hypothèses de travail que nous comptons vérifier lors de notre étude empirique pour pouvoir répondre, *in fine*, à nos questions de recherche.

À cet effet, nous avons effectué une analyse approfondie et réfléchi des différentes études empiriques qui ont porté sur la relation entre la thématique de la gouvernance d'entreprise et la structure du capital ; menées dans des contextes différents et selon des indicateurs divergents de mesure des mécanismes de gouvernance. Ces travaux ont clairement exposé le lien existant entre ces deux concepts et nous ont permis d'analyser davantage cette relation.

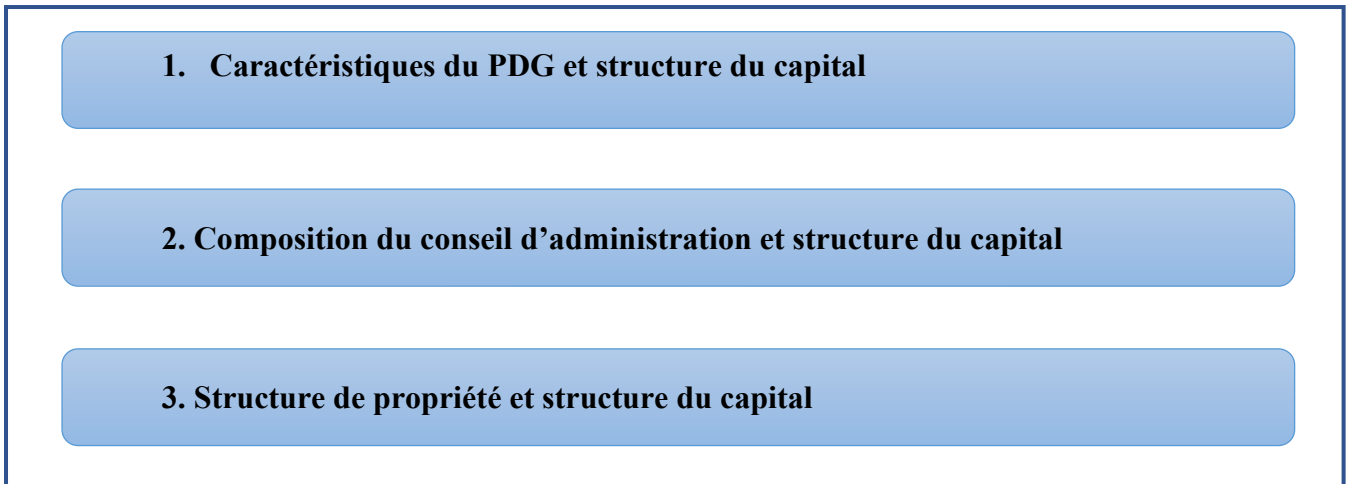
Nous présentons dans chaque section du présent chapitre la revue de littérature relative à chaque mécanisme de gouvernance d'entreprise, puis nous examinons les preuves empiriques précédentes pour chaque déterminant de cette étude pour l'identification des lacunes de la recherche, ce qui nous conduira à l'élaboration des hypothèses de recherche falsifiable afin de déterminer comment chaque variable indépendante aura un impact sur la décision relative à la structure du capital.

À cet effet, le présent chapitre sera divisé en trois sections : Une première section relative à la revue de littérature et développement des hypothèses des caractéristiques du Directeur Général (DG) ou Président Directeur Général (PDG) et structure du capital, puis une deuxième section dans laquelle nous présentons la revue de littérature et développement des hypothèses du deuxième mécanisme de GE dans cette étude, et qui s'articule sur la composition du conseil d'administration et structure du capital, et enfin, sur la même lignée des deux sections

précédentes, la troisième section sera consacrée à la revue de littérature et développement des hypothèses relatives à la structure de propriété et structure du capital.

Ceci nous a conduit à déployer, dans ce chapitre, trois sections que nous schématisons dans la figure suivante qui constitue également le plan du premier chapitre.

Figure 2 : *Plan du chapitre 2*



Source : Elaborée par l'auteur

Section 1 : Caractéristiques des PDG et structure du capital : Revue de littérature et développement des hypothèses

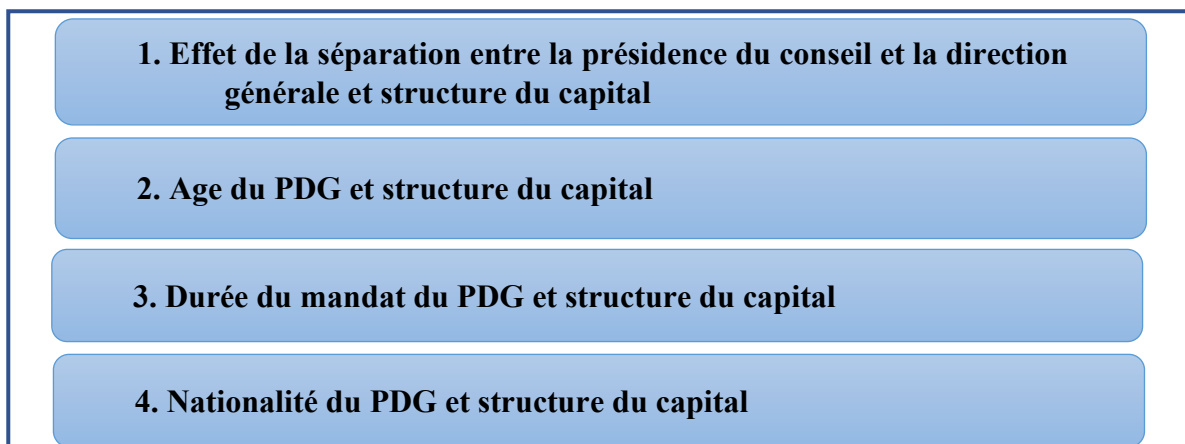
Le PDG est le principal décideur, et donc la personne la plus puissante d'une entreprise. Les attributs personnels du PDG constituent l'un des trois mécanismes de gouvernance d'entreprise de cette étude, afin de déterminer si une caractéristique particulière du PDG a un lien avec la structure du capital de l'entreprise. La théorie de l'agence décrite dans le premier chapitre constitue la base pour comprendre pourquoi les caractéristiques associées au PDG pourraient permettre de comprendre la décision relative à la structure du capital. Le PDG n'est plus le propriétaire de la société, ce qui fait apparaître une différence dans leurs objectifs, c'est cette différence dans les rôles que les entreprises assument aujourd'hui qui constitue la base de cette étude.

Notre analyse de la revue de la littérature nous a permis de dégager un ensemble d'attributs liés aux caractéristiques du PDG, et ayant un impact sur la structure du capital. Parmi, on trouve la rémunération du PDG, sa formation, son expérience. Dans notre étude, ces caractéristiques ne sont pas analysées et ce dû au manque de disponibilité des données relatives à ces attributs.

L'objectif de cette section est d'exposer les principaux résultats de la revue de littérature reliant les caractéristiques du dirigeant (PDG) à la structure du capital de l'entreprise tout en dégagant nos propres hypothèses de travail. De ce fait, nous nous intéressons particulièrement des caractéristiques propres aux dirigeants notamment l'âge du PDG, la séparation entre le Président du conseil d'administration (PCA) et le Directeur général DG, la durée de mandat du PDG et enfin sa nationalité.

Nous schématisons ainsi le plan de cette section comme suit :

Figure 2.1 : Plan de la section 1/Chapitre 2



Source : Elaborée par l'auteur

1.1 Effet de la séparation entre la présidence du conseil et la direction générale (dualité) et structure du capital

La dualité présente une indicatrice sur la structure du pouvoir dans le conseil d'administration lorsqu'on confie à la même personne une double mission de direction et de contrôle. Dans cette situation, il aura un pouvoir considérable dans le choix des administrateurs dans le conseil, dans le processus de planification stratégique ainsi que dans l'affectation et l'abolition des dirigeants dans l'organisation.

La dualité du PDG est généralement considérée comme une structure de gouvernance légale, mais non recommandée dans les études précédentes, et elle est largement utilisée comme une variable factice dans les recherches sur la gouvernance d'entreprise (Abor, 2007).

1.1.1 Effet de la séparation entre la présidence du conseil et la direction générale et structure du capital : Revue de littérature

Les scandales des années 2000 ont mis en lumière les risques associés au «PDG tout puissant». En effet, au moment des méfaits qui ont frappé leurs entreprises respectives, Dennis Kozlowski (Tyco), Calisto Tanzi (Parmalat), Jean-Marie Messier (Vivendi), Kenneth Lay (Enron), John Rigas (Adelphia), Anne Mulcahy (Xerox) et Richard Scrushu (Health South) avaient une caractéristique commune : ils étaient à la fois directeur général de l'entreprise et président du conseil d'administration. De ce fait, la question de la « la dualité » ou de la « personnalité dominante » continue à alimenter le débat en matière de gouvernance d'entreprise.

Le conseil d'administration a la responsabilité de s'assurer que les PDG remplissent leurs fonctions, ce qui est dans l'intérêt des actionnaires (Abor, 2007). Fama et Jensen, (1983) confirment dans leur étude que les conseils d'administration vigilants préférant la non-dualité. La littérature précédente généralement s'oriente vers la relation entre la dualité des PDG et la performance de l'entreprise, dans cette étude nous examinons la relation entre la dualité des PDG et la structure du capital.

Cependant, Mbaduet et *al.*, (2019) avancent que la dualité peut également minimiser les coûts supplémentaires liés au contrôle du comportement du nouveau président du conseil et des coûts d'informations. Également, les auteurs constatent que la séparation entre les deux fonctions risque d'accroître les comportements opportunistes du dirigeant, de diluer le pouvoir et même de ne pas pouvoir identifier le responsable en cas de mauvaise performance.

Le Code Marocain des Bonnes Pratiques de Gouvernance d'Entreprise (CMBPGE) définit la dualité comme la séparation des pouvoirs dans la S.A par la dissociation des fonctions de

Président et de Directeur Général (S.A. 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.

Depuis l'élaboration du CMBPGE de 2005, il a été recommandé de séparer les rôles du PDG et du président du conseil d'administration, les entreprises peuvent décider si elles souhaitent séparer les deux rôles. L'hypothèse clé qui sous-tend la théorie de l'agence est que le PDG profitera de toutes les opportunités qui se présenteront pour accroître sa richesse personnelle, ce qui indique une relation négative. Outre l'augmentation de la richesse des actionnaires (Abor, 2007), il existe d'autres motifs, notamment les besoins de reconnaissance et de responsabilité.

Dans le contexte marocain, il est recommandé aux entreprises d'opter pour la structure duale ou de dissocier les fonctions de Président et de Directeur Général. Cette recommandation vise essentiellement à ³⁷:

- Accroître la capacité de l'organe de gouvernance à prendre des décisions en toute indépendance vis-à-vis des dirigeants ;
- Éviter une trop forte concentration des pouvoirs entre les mains d'une seule personne ;
- Renforcer le caractère collégial des décisions.

Sur ce registre, la séparation des fonctions dans le contexte marocain peut être une mesure favorable dans le sens où cela permet d'instaurer un véritable équilibre de pouvoirs et de ce fait favorise l'optimisation de la structure du capital.

1.1.2 Effet de la séparation entre la présidence du conseil et la direction générale et structure du capital : Développement d'hypothèse

La théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) préconise la séparation des deux rôles, tandis que la théorie de la cohérence comportementale, qui se concentre sur le leadership et la structure, prône la dualité. Les recherches de Finkelstein et D'Aveni (1994) développent un cadre de contingence pour permettre à la théorie de l'agence et à la théorie de la cohérence comportementale d'exister de manière complémentaire dans les entreprises. Cette étude identifie l'importance de la manière dont la dualité des PDG crée le pouvoir chez ce dernier, et l'impact que cela a sur les décisions financières en matière d'endettement des entreprises. L'étude reconnaît la complexité de la dualité des PDG et soutient que des conseils

³⁷ Commission nationale de gouvernance d'entreprise (2008). Code Marocain de Bonnes Pratiques de Gouvernance d'Entreprise, op. cit., p. 16.

d'administration vigilants, capables d'équilibrer les objectifs, sont considérés comme plus importants que la question de la dualité.

Récemment, un nombre croissant d'études a démontré l'importance de la dualité du PDG pour les décisions relatives à la structure du capital (Gul et Wah, 2002 ; Fosberg, 2004 ; Abor, 2007 ; Bodaghi et Ahmadpour, 2010 ; Kempf *et al.*, 2013 ; Dasilas et Papasyriopoulos, 2015).

Dasilas et Papasyriopoulos (2015) affirment que l'indépendance du conseil d'administration peut être améliorée si le président du conseil d'administration (PCA) n'exerce pas un double rôle dans l'entreprise. Kempf *et al.* (2013) affirment que les PDG duales prennent des décisions plus risquées que les PDG non duales.

De sa part, Fosberg (2004) affirme que les entreprises avec une dualité de PDG ont tendance à avoir des ratios d'endettement plus élevés que les entreprises sans dualité de PDG. Les résultats d'Abor (2007) confirment les conclusions de Fosberg (2004). Cet auteur affirme que les entreprises dont la direction est duale ont une grande accessibilité au financement externe donc la structure du capital est plus susceptible d'être la structure optimale du capital, ce qui signifie que le ratio d'endettement sera plus élevé.

Également, Gul et Wah (2002) confirment que la dualité des fonctions de dirigeant et de PCA fait accroître les coûts d'agence, engendrés par l'accumulation du pouvoir entre les mains d'une même personne ainsi que l'absence de contrôle ce qui incitera la direction à accroître le financement par endettement. Pourtant, Brickley *et al.* (1997) affirment que la séparation entre les fonctions de dirigeant et de président du conseil peut générer de nouveaux coûts associés au comportement de nouveau président du conseil, ainsi que des coûts d'informations. Les auteurs ajoutent aussi que la séparation de ces deux fonctions risque de diluer le pouvoir du « leadership » et d'accroître les comportements opportunistes entre les administrateurs, ce qui risque de ne pas détecter le responsable lorsque l'entreprise réalise de mauvaises performances.

Selon la théorie de l'agence, lorsqu'il n'y a pas de dualité de PDG, cela signifie que le problème d'agence est généré et qu'une dette plus importante est nécessaire pour atténuer ledit problème. Cependant, Bodaghi et Ahmad (2010), sur la base de recherches menées en Iran, ont conclu que la dualité des PDG n'a pas d'impact significatif sur le comportement de financement des entreprises. Ce résultat est soutenu par l'étude de Kang et Ausloos (2017) qui ont constaté qu'il n'y avait pas de corrélation significative entre la dualité des PDG et l'effet de levier. Cependant, Kang et Ausloos (2017) ont conclu que la dualité des PDG n'a pas d'impact significatif sur le comportement de financement des entreprises.

Sur un autre registre, Zéghal et *al.*, (2006) suggèrent que la théorie de l'agence ne peut pas identifier les conséquences de la dualité des PDG, tandis que la séparation des rôles de PDG et de président n'est pas soutenue. En outre, Draief (2018) relève des résultats cohérents avec ceux de Zéghal et *al.*, (2006), à savoir qu'il n'existe pas de structure optimale unique de direction du conseil d'administration. La dualité des PDG profitera à certaines entreprises, tandis que la séparation des rôles de PDG et de président du conseil d'administration profitera à d'autres entreprises. La séparation des deux rôles a des coûts et des avantages potentiels, les coûts de la séparation sont plus importants que les avantages pour la majorité des grandes entreprises (Brickley et *al.*, 1997). La relation est dynamique et peut varier selon les caractéristiques de l'entreprise et/ou le contexte du secteur (Draief, 2018).

Nous présentons dans le tableau suivant les principaux résultats des études empiriques relatives à l'effet de l'âge du PDG sur le niveau d'endettement de l'entreprise.

Tableau 2.1: Principaux résultats des études précédentes d'effet de l'âge sur le niveau d'endettement

Auteurs	Contexte	Effet
Fosberg (2004)	Américain	Positif
Abor (2007)	Ghanéen	Positif
Gul et Wah (2002)	Américain	Positif
Bodaghi et Ahmadpour (2010)	Iranien	Aucun
Kang et Ausloos (2017)	Chinois	Aucun

Source : Elaboré par l'auteur

La séparation de deux rôles puissants (PDG et PCA) est un exemple de bonne gouvernance d'entreprise, donc l'évitement du risque d'enracinement et la garantie que le risque est évalué par un nombre diversifié de membres du conseil d'administration (Jensen et Meckling, 1976). Malgré les positions divergentes rapportées dans la littérature, la majorité des études empiriques ont confirmé l'impact positif de la dualité des fonctions PDG sur la structure du capital. De ce fait l'hypothèse est la suivante :

H1 : Il existe une relation positive entre la dualité du PDG et la structure du capital

1.2 Age du PDG et structure du capital

L'impact éventuel de l'âge du PDG sur le succès d'une entreprise a attiré l'attention de plusieurs théoriciens dans la littérature. Ces recherches laissent supposer que les PDG âgés ont un avantage concurrentiel par rapport aux jeunes cadres, qui ont inévitablement moins d'expérience en affaires.

L'âge du PDG est lié à la structure du capital, car les dettes et les capitaux propres sont assortis de niveaux de risque différents³⁸ et l'âge du PDG peut donc influencer le choix entre les dettes et les capitaux propres (Sbai, 2012).

1.2.1 Age du PDG et structure du capital : Revue de littérature

La littérature antérieure indique en général que l'âge du PDG peut influencer la performance financière des entreprises, mais les preuves empiriques sont mixtes. Ziadi, *et al.*, (2017) propose que les jeunes chefs d'entreprises veuillent se concentrer sur les objectifs à court terme, donc une augmentation du niveau de la dette à court terme, un effet entraîné par le désir de construire leur réputation.

Yim (2013) constate que la propension d'une entreprise à procéder à des acquisitions diminue avec tant que le PDG avance en âge. Une entreprise dont le PDG a 20 ans de plus a 30% de chances de moins d'annoncer une acquisition. Les jeunes PDG sont plus susceptibles de procéder à des acquisitions, car ils sont en mesure de récolter les fruits d'acquisitions réussies sur un horizon plus long. De sa part, Yim (2013) démontre également que les acquisitions sont rapidement suivies par des augmentations permanentes de la rémunération des PDG, ce qui leur conduit à procéder à ces acquisitions pour augmenter leur niveau de rémunération. Le financement de ces acquisitions présente le lien avec l'âge des PDG et la structure du capital, l'utilisation de la dette étant recherchée pour financer les acquisitions.

Cependant, Frank et Goyal (2009) suggèrent que la relation est plus complexe et qu'il existe d'autres caractéristiques des PDG, autres que l'âge, qui jouent un rôle dans la détermination de ce qui dicte les décisions des entreprises en matière la structure du capital. L'un des déterminants utilisés dans les recherches précédentes est le niveau de confiance des PDG. Les PDG trop confiants ont un impact sur les décisions d'investissement et les expériences de vie personnelles des PDG ont un impact sur leur attitude face au risque (Malmendier *et al.*, 2011). La mesure de

³⁸ La dette présente un niveau de risque plus élevé en raison du remboursement mensuel requis, par opposition aux capitaux propres qui n'ont pas besoin d'être remboursés.

la confiance des PDG est souvent la fusion de plusieurs variables, par exemple, la dualité des PDG, la durée de leur mandat et leur âge, qui sont des variables utilisées dans notre étude.

Des recherches récentes soutiennent qu'il existe d'importants effets invariants dans le temps inexplicables dans le levier financier (Lemmon et *al.*, 2008). Une question intéressante est de savoir si les caractéristiques managériales, telles que l'âge du PDG, peuvent expliquer ces différences entre les entreprises : les différences de financement (ou les variations de l'effet de levier) s'accumulent-elles en différences dans les structures de capital (niveaux d'effet de levier)?

Dans ce contexte, il s'agit d'une question empirique puisque la prédiction théorique pourrait aller dans un sens ou dans l'autre, selon la relation entre les retours sur investissement surestimés, les liquidités et les coûts de financement perçus.

Malheureusement, il est difficile d'évaluer la causalité dans les régressions transversales de l'endettement et, plus précisément, de déterminer si l'effet est dû au dirigeant ou à l'entreprise. Par exemple, les entreprises qui ont un niveau d'endettement plus élevé peuvent également être des lieux de travail attrayants pour les PDG âgés parce que qu'ils sont trop confiants grâce à l'heure expériences. Ou encore, les PDG trop confiants peuvent être attirés par la capacité d'endettement disponible dans les entreprises à faible levier financier. En d'autres termes, les effets de sélection peuvent masquer le véritable effet des PDG individuels.

1.2.2 Age du PDG et structure du capital : Développement des hypothèse

Les PDG les plus jeunes cherchent souvent à prouver leurs capacités à augmenter les performances de l'entreprise, ce qui se traduit par l'utilisation de la dette plutôt que des capitaux propres, ce qui est basé sur le modèle de signalisation managériale (Prendergast et Stole, 1996). Il s'ensuit que l'âge du PDG devient un facteur déterminant dans le choix entre dette ou capitaux propres en raison des niveaux de risque associés à chaque composante, ce qui indique qu'il existe une relation entre l'âge du PDG et la structure du capital.

Sur le plan empirique, Dardour, A. (2009) propose que les jeunes chefs d'entreprises veuillent se concentrer sur les objectifs à court terme, un effet entraîné par le désir de construire leur réputation plus rapidement ce qui justifie leur utilisation de la dette à court terme que celle à long terme.

L'étude de Bertrand et Schoar, 2003 sur un échantillon de sociétés américaines cotées en bourse recueille des données sur les PDG pour une période de six ans allant de 1992 à 1999, montre que pour chaque augmentation de dix ans de l'âge du PDG, l'endettement (mesuré en termes de

dette à long terme/capitaux propres) augmente de 2,5 %. Les résultats de l'étude démontrent aussi que, pour les entreprises américaines, des niveaux d'endettement inférieurs existent dans les entreprises où le PDG est plus jeune, ce qui indique une relation positive entre l'âge du PDG et les niveaux d'endettement.

Ces résultats contredisent ceux de Malmendier et *al.* (2011), qui utilisent un échantillon des PDG de 477 entreprises américaines cotées en bourse entre 1980 et 1994 et Ben Mohamed et *al.*, (2012), ayant amené une étude sur 51 entreprises américaines. Ces auteurs constatent que des niveaux d'endettement plus élevés existent dans les entreprises ayant un jeune PDG.

Li et *al.* (2014) examinent les décisions d'investissement au niveau de l'entreprise et sont liés avec l'âge du PDG dans le contexte chinois. L'étude apporte des preuves à l'appui de recherches antérieures selon lesquelles l'âge du PDG a un impact sur le style d'investissement d'une entreprise, en d'autres termes, plus le PDG avance en âge plus sa stratégie devienne moins agressive en matière d'endettement et des choix des sources de financement de leurs investissements. En accord avec ce résultat, Ziadi et *al.*, (2017) constatent que plus les PDG approchent de la retraite, ils investissent 0,63 % de moins que les autres PDG. Ce qui justifie la relation négative existante entre l'âge du PDG et la structure du capital. Comme le mentionne Li et *al.* (2014) et Azami-Ammar et Sammoudi (2017), l'aversion personnelle au risque semble augmenter avec l'âge et peut diminuer après 70 ans.

Dans une autre étude, Cédric (2015) soutient l'hypothèse selon laquelle les caractéristiques managériales, telles que l'âge du PDG, le genre et la culture, contribuent à expliquer la variation de la structure du capital qui ne peut être expliquée par les différences invariables dans le temps entre les entreprises ou par la variation des déterminants traditionnels de la structure du capital. Bien que l'étude ne permette pas d'identifier l'effet économétriquement³⁹, les preuves suggèrent que les facteurs managériaux expliquent au moins partiellement la composante de l'effet de levier invariable dans le temps et spécifique à l'entreprise, découverte dans les études empiriques récentes. Les résultats sont également cohérents avec les prédictions de l'hypothèse d'excès de confiance : Plus les PDG avancent en âge plus ils deviennent trop confiants et considèrent le financement par actions comme un dernier recours, ce qui entraîne des différences mesurables dans les ratios d'endettement des entreprises par rapport à leurs prédécesseurs ou successeurs rationnels.

³⁹ En raison de la détermination conjointe

Nous présentons dans le tableau suivant les principaux résultats des études empiriques relatives à l'effet de l'âge du PDG sur le niveau d'endettement de l'entreprise.

Tableau 2.2 : Principaux résultats des études précédentes d'effet de l'âge sur le niveau d'endettement

Auteurs	Contexte	Effet
Azami-Ammar et Sammoudi (2017)	Tunisien	Négatif
Ben Mohamed et al., (2012),	Américain	Négatif
Li et al. (2014)	Chinois	Négatif
Malmendier et al. (2011)	Américain	Négatif
Ziadi et al., (2017)	Français	Négatif

Source : Elaboré par l'auteur

Conformément au modèle de signalisation managériale (Prendergast et Stole, 1996) et aux études précédentes on s'attend à une relation négative entre l'âge du PDG et le niveau d'endettement dans la structure du capital d'une entreprise.

L'hypothèse est la suivante :

H2 : Il existe une relation négative entre l'âge du PDG et la structure du capital

1.3 Durée du mandat du PDG et structure du capital

La durée du mandat du PDG est la durée pendant laquelle une personne occupe le poste de PDG dans une entreprise, par opposition à la durée pendant laquelle le PDG a été employé par l'entreprise. La durée du mandat du PDG est souvent associée à la rémunération et au pouvoir, ce qui est associé à un excès de confiance. Plus le PDG a été longtemps en poste, plus il risque de s'enraciner (Hermalin et Weisbach, 1998), ce qui entraîne une augmentation de son pouvoir. La question est de savoir si la durée du mandat du PDG est une variable qui peut avoir un impact sur la structure du capital des entreprises.

1.3.1 Durée de mandat du PDG et structure du capital : Revue de littérature

Les scandales financiers, tels que l'affaire d'Enron et Tyco, ont montré que l'élaboration de lignes directrices en matière de gouvernance d'entreprise indique l'existence d'un lien entre les caractéristiques du PDG et les variables propres à l'entreprise. Par ailleurs, il y a des avantages à ce que les entreprises qui sont dirigées par un PDG expérimenté aient des temps de réaction plus rapides aux décisions stratégiques (Martins, 2020).

Une étude réalisée par le cabinet PWC (PricewaterhouseCoopers)⁴⁰ démontre que la durée moyenne des mandats des PDG du S&P 500 est de 9,7 ans. Selon une autre récente étude de l'université Temple laisse à penser que cela pourrait être un problème pour les entreprises⁴¹. L'étude mesure la performance des PDG au fur et à mesure des années et démontre que la "durée de vie optimale" d'un PDG est de 4,8 ans. La conclusion de cette étude c'est que, après cinq ans, les dirigeants opérationnels s'appuient plus sur leur réseau interne que sur les signaux envoyés par les marchés. Cette tendance à se renfermer les rend moins sensibles aux conditions du marché, ce qui finit par nuire à l'entreprise.

Les entreprises qui sont dirigées par des PDG qui ont de longs mandats dans le même poste ont tendance à avoir des stratégies constantes et immuables, des stratégies et des performances qui correspondent aux besoins du secteur (Finkelstein et Hambrick, 1990). La durée de mandat est associée à des niveaux accrus de rigidité et à un engagement envers les pratiques et les politiques établies (Finkelstein et Hambrick, 1990).

Selon Krafft et Ravix (2008), le lien entre la durée de mandat et le risque est négatif, c'est-à-dire que les PDG ayant une longue durée de mandat ont plus à perdre qu'à gagner en prenant des risques inutiles. Plus la durée du mandat du PDG est longue, plus le niveau de prise de risque diminue et plus les perceptions se restreignent. L'un des impacts sur la prise de décision est que le traitement de l'information devient restreint, que des habitudes se développent et que l'on s'appuie davantage sur des décisions basées sur des expériences passées (Ziadi, et al., 2017).

L'effet social et psychologique de la durée du mandat du PDG sur la stratégie d'une entreprise, plus particulièrement la stratégie financière, est qu'il reste stable dans le temps, et puis il augmente à mesure que la durée du mandat de l'équipe/du conseil d'administration augmente (Malmendier et al., 2011).

La durée du mandat du PDG est déterminée par les performances de ce dernier ou par le bon fonctionnement des structures de gouvernance de l'entreprise. La difficulté de garantir l'efficacité des structures de gouvernance dans une entreprise entoure le risque de licenciement du PDG. Ce dernier acquiert du pouvoir en sélectionnant les membres du conseil d'administration et/ou en prenant de bonnes décisions d'investissement (Hermalin et Weisbach, 1998).

⁴⁰ <https://www.pwc.com/gx/en/ceo-agenda/ceosurvey/2022.html>

⁴¹ Temple University. "CEOs tend to overstay their welcome, hurting firm performance, new study finds." ScienceDaily. ScienceDaily, 16 December 2013.

Selon la théorie de la dépendance des ressources, la période qui suit la nomination d'un PDG est réputée par une augmentation du risque de licenciement, alors qu'il diminue à mesure que la durée du mandat augmente. Un changement de PDG peut être un événement traumatisant pour une entreprise, la décision de nommer un nouveau PDG a de grandes implications.

En outre, les PDG préfèrent utiliser des liquidités ou des dettes sans risque pour financer leurs projets. L'utilisation de fonds internes plutôt que de fonds externes est conforme à la théorie de financement hiérarchique (Myers et Majluf, 1984). Ainsi que l'augmentation de la durée de mandat du PDG entraîne une réduction du niveau de la dette à long terme, ce qui implique la relation négative entre la durée de mandat du PDG et le niveau d'endettement (Malmendier et *al.*, 2011). Deux raisons peuvent expliquer cette relation :

- Premièrement, plus la durée du mandat d'un PDG est longue, plus il a le temps d'apprendre à émettre des capitaux à risque de manière plus appropriée.
- Deuxièmement, les PDG peuvent avoir épuisé la capacité d'endettement de leur entreprise dès le début de leur mandat (Malmendier et *al.*, 2011).

En ce qui concerne le contexte marocain, il y a un grand manque d'études qui analysent comment la durée du mandat des PDG pourrait impacter la structure du capital. Les différentes études ayant analysé l'impact des caractéristiques du PDG envers soit la performance de l'entreprise ou la qualité d'information financière.

1.3.2 Durée de mandat du PDG et structure du capital : Développement d'hypothèse

Les PDG sont employés pour veiller aux intérêts des actionnaires, cependant, la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) montre que les PDG souvent prennent des risques et qu'ils ont des objectifs qui ne correspondent pas à ceux des actionnaires. Au fur et à mesure que le mandat du PDG augmente, il cherche à éviter la surveillance des actionnaires qui se produit avec l'endettement (Véronique, 2007).

La théorie de l'enracinement indique que plus le PDG est en poste depuis longtemps, moins il est susceptible d'entreprendre des projets plus risqués, qui nécessitent des capitaux (Bebchuk et Fried, 2005). Par conséquent, le paiement de la dette existante et le fait de ne pas la remplacer par une nouvelle dette entraînent une réduction du niveau d'endettement.

Cependant, les résultats sur la relation entre la durée du mandat du PDG et la structure du capital sont mitigés. D'une part, Brookman et Thistle (2009) ont analysé la durée du mandat des PDG, et ont constaté que plus le mandat du PDG augmente, plus l'indépendance du conseil d'administration peut diminuer, et le conseil d'administration devient plus détendu et moins

vigilant (Zéghal et *al.*, 2006). En outre, une augmentation de la période pendant laquelle le PDG est en fonction permet d'obtenir davantage d'informations sur les systèmes d'information internes. Cela pourrait conduire à la rétention d'informations, ce qui démontre une mauvaise gestion, qui peut en soi contrôler l'ordre du jour des réunions du conseil d'administration (Coughlan et Schmidt, 1985).

Les caractéristiques des cadres et des PDG, telles que les biais de perception du risque et de la croissance, peuvent avoir un impact sur le ratio d'endettement et les décisions d'émission de dette (Bebchuk et Fried, 2005). Le biais de perception de la croissance surestime la croissance des bénéfices futurs de l'entreprise, considérant le financement externe comme inutile et coûteux. Les titres à risque sont perçus comme étant sous-évalués par le marché, et les gestionnaires deviennent réticents à recourir au financement externe. Les cours des actions sont plus sensibles aux biais de croyance et les actions étant perçues comme ayant un coût plus élevé que les dettes.

En outre, les PDG qui occupent un poste pour une longue période deviennent trop confiants et choisissent des niveaux d'endettement plus élevés ainsi ils émettent des dettes dans un plus grand nombre de cas par rapport aux autres PDG (Véronique, 2007), cela n'est pas conforme à la théorie de financement hiérarchisé (Myers et Majluf, 1984). Les dirigeants trop confiants prédisent les événements futurs à des niveaux favorables plus élevés, tout en croyant que leurs connaissances sont plus précises qu'elles ne le sont en réalité (Véronique, 2007 ; Dahmani et Zouari, 2016).

D'autre part, Wen et *al.*, (2002) ont révélé, dans une étude sur un échantillon de 60 entreprises chinoises cotées, qu'il existe une association négative entre la durée du mandat du PDG et la structure du capital, ce résultat soutient ce de Berger et *al.*, (1997). Sur la même lignée, Malmendier et *al.*, (2011) ont constaté une relation négative entre la durée du mandat des PDG et le niveau d'endettement. Selon ces auteurs, les PDG qui occupent un poste pendant une longue période poursuivent une stratégie de réduction des niveaux d'endettement afin d'éviter la pression sur les performances qui est associée à des niveaux d'endettement élevés.

Sur le même registre, Tarus et Ayabei, (2016) en utilisant les données des entreprises cotées à la Bourse de Nairobi couvrant la période 2004-2012 révèlent que lorsque le PDG est en poste depuis longtemps, il utilise moins l'effet de levier dans leur structure de capital. Ce constat est confirmé par Kamau et Basweti, (2013) dans une étude sur 42 entreprises cotées à la Nairobi Securities Exchange de 2006 à 2012.

Nous présentons dans le tableau suivant les principaux résultats des études empiriques relatives à l'effet de la durée du mandat du PDG sur le niveau d'endettement de l'entreprise.

Tableau 2.3 : Principaux résultats des études précédentes d'effet de la durée du mandat du PDG sur le niveau d'endettement

Auteurs	Contexte	Effet
Bebchuk et Fried, 2005	Américain	Négatif
Véronique, 2007	Français	Positif
Wen et al., (2002	Chinois	Négatif
Malmendier et al., (2011	Américain	Négatif
Tarus et Ayabei, (2016	Kenyane	Négatif
Kamau et Basweti	Kenyane	Négatif

Source : Elaboré par l'auteur

Conformément aux études américaines précédentes (Berger et al., 1997 ; Wen et al., 2002 ; Malmendier et al., 2011 ; Kamau et Basweti, 2013 ;Tarus et Ayabei, 2016), une relation négative est attendue. Nous proposons alors de tester les hypothèses suivantes :

H3 : Il existe une relation négative entre la durée de mandat des PDG et la structure du capital

1.4 Nationalité du PDG et structure du capital

La nationalité des PDG est l'une des principales caractéristiques de la diversité au sein du conseil. L'internationalisation croissante des entreprises conduites à une augmentation de la demande pour les PDG qui possèdent les connaissances nécessaires et les contacts sur les marchés étrangers ainsi qu'ils peuvent lier l'entreprise aux différents contextes des pays dans lesquels elle opère. La diversité nationale des directeurs peut apporter à l'entreprise des nouvelles cultures, opinions, perspectives, religion, éducation familiale et les expériences de vie différent d'un pays à l'autre. Ils peuvent également représenter les actionnaires étrangers et porter plus fort notions du rôle de contrôle du conseil d'administration (Ziadi, et al., 2017).

Les cultures qui ont un niveau élevé d'individualisme se concentrent sur la liberté et la réussite individuelles, tandis que les cultures qui se situent au bas de l'échelle de l'individualisme ont une forte cohésion de groupe. Cette étude se concentre sur les sociétés non financières et examine les implications que ces mesures culturelles pourraient avoir sur les décisions qui sont

prises lors des réunions du conseil d'administration, l'étude se concentre sur la nationalité du PDG.

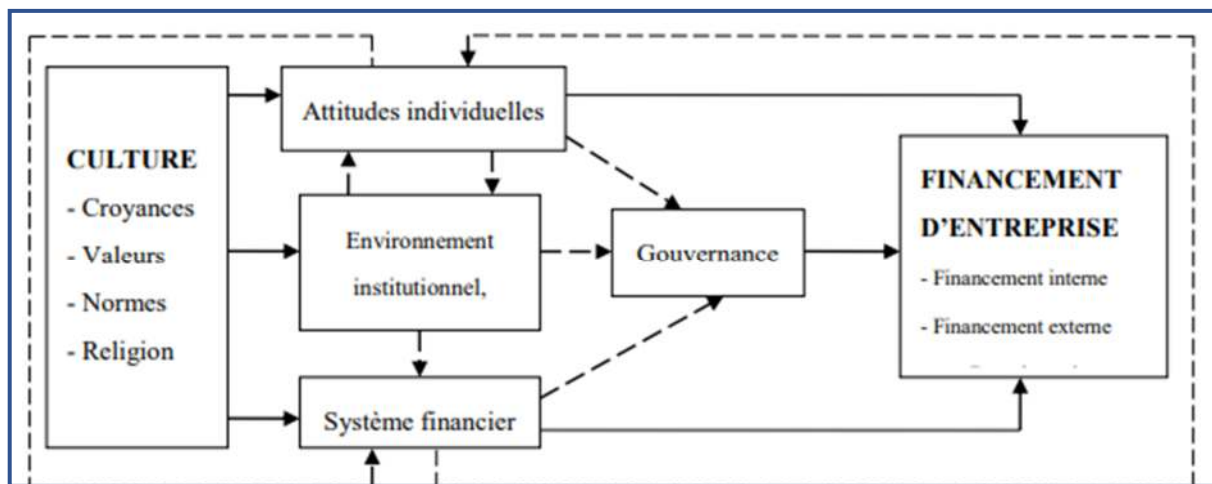
1.4.1 Nationalité du PDG et structure du capital : Revue de littérature

Les valeurs culturelles sont des principes directeurs et des bases pour les normes spécifiques qui indiquent aux gens ce qui est approprié dans diverses situations (Schwartz, 1999). Elles affectent non seulement les attitudes et les décisions individuelles, mais aussi les lois et le fonctionnement des institutions. Ainsi, la culture exerce à la fois un effet direct et indirect sur le financement des entreprises.

- De façon indirecte, la culture influence les institutions qui sont en lien avec le financement des entreprises à savoir le système juridique et le système financier.
- De façon directe, elle dicte l'attitude des individus envers chaque type de financement et par là détermine les préférences et les choix financiers des entreprises.

La figure suivante dépeint le lien direct et indirect entre la culture et le financement des entreprises.

Figure 2.2 : Lien direct et indirect entre la culture et le financement d'entreprise



Source : Marcellin Makpotche, (Cité par Gossa Julien AMOUH, 2021)

L'impact que la nationalité pourrait avoir sur la structure du capital est axé sur la manière dont l'absorption de niveaux élevés de dettes dans la structure du capital d'une entreprise pourrait entraîner un risque plus élevé de liquéfaction⁴² (Hunjra, 2020).

- Premièrement, les entreprises conservatrices mettent l'accent sur l'harmonie et tentent d'éviter les coûts de liquéfaction en ayant des niveaux d'endettement plus faibles.

⁴² Les coûts qui découlent de la liquéfaction d'une entreprise comprennent les coûts pour les employés, les fournisseurs et les clients (Hunjra, 2020)

- Deuxièmement, l'image publique d'une entreprise est très appréciée dans les sociétés conservatrices. La menace de faillite est un signe de perte d'image publique, c'est pourquoi, pour réduire cette menace, des niveaux d'endettement plus faibles pourraient être adoptés.
- Enfin, les sociétés très conservatrices souhaitent éviter toute ambiguïté et préfèrent la prévisibilité.

La différence entre les niveaux de risque de l'endettement et des capitaux propres conduit à privilégier les capitaux propres par rapport à l'endettement, pour les entreprises des sociétés conservatrices.

Cette étude examine les déterminants de la structure du capital en introduisant une perspective comportementale, basée sur les différences culturelles, qui est mesurée par la nationalité du PDG. Plus précisément, nous cherchons à savoir si les entreprises dirigées par des PDG étrangers ont des structures de capital à effet de levier plus important.

L'individualisme est lié à l'excès de confiance et au biais d'optimisme. Ces deux biais sont largement documentés dans la recherche comportementale et sont liés aux décisions relatives à la structure du capital. Les dirigeants des pays fortement individualistes sont enclins à l'optimisme et à l'excès de confiance et sont donc plus susceptibles de choisir des ratios d'endettement plus élevés. Les managers optimistes surestiment la rentabilité de l'entreprise et préfèrent l'endettement aux fonds propres, car ils perçoivent les fonds propres de leur entreprise comme gravement sous-évalués (Hackbarth, 2008).

Beaucoup d'études se sont intéressées au contexte marocain (Al Maache, 2002 ; Nouiga, 2003 ; Akhlaffou, 2020), et indiquent que la culture marocaine est caractérisée par un niveau élevé de collectivisme. Par ailleurs, les conclusions des études d'Hofstede ont abouti au classement du Maroc parmi les pays collectivistes. Al Maache (2002) dans son étude sur le style de gestion au Maroc, affirme quant à lui, que le Maroc connaît un niveau de collectivisme élevé. De ce fait, les PDG sont fortement collectivistes et donc ne sont pas trop enclins à l'excès de confiance, ce qui fait qu'ils ont tendance à préférer le financement par capitaux propres que par endettement.

1.4.2 Nationalité du PDG et structure du capital : Développement d'hypothèse

La théorie de dépendance des ressources suggère que les différences de sexe et de nationalité sont très susceptibles de produire des ensembles d'information uniques qui sont nécessaires à la gestion pour une meilleure prise de décision Carter et al, (2010).

Sur le plan empirique, peu d'études ont étudié l'influence de la nationalité du dirigeant sur la structure du capital. D'une part, en raison d'un manque de divulgation, et d'autre part, en raison de la subjectivité du sujet. Des articles antérieurs examinant la structure du capital dans différents pays fournissent des preuves supplémentaires que les choix de structure du capital d'une entreprise ne sont pas seulement influencés par des facteurs spécifiques à l'entreprise, mais aussi par des facteurs spécifiques aux dirigeants et leurs cultures (Ziadi et al., 2017 ; Balaam, 2018).

En outre, la taille des entreprises peut entraver une relation significative, car les grandes entreprises sont capables d'atténuer les problèmes culturels (Li et al., 2013). La nature de la culture et la difficulté entourant la nature implicite de certaines décisions pourraient empêcher l'identification d'une relation significative. Cependant, c'est l'une des nombreuses caractéristiques des PDG dans cette étude qui est basée sur la théorie culturelle de Hofstede.

La récente étude de Ziadi et al., (2017), dans laquelle ils examinent empiriquement la relation entre les attributs du président directeur général (PDG) et du conseil d'administration (PCA) sur la performance financière, démontre que la nationalité du PDG impact négativement le taux d'endettement de l'entreprise.

Sur la même lignée, Jalbert et al., (2007) étudient la relation entre la nationalité du PDG et la rémunération. L'étude a été menée aux États-Unis et montre que les PDG de différentes nationalités sont rémunérés différemment. Si l'on considère le rendement des actifs, on constate qu'il est plus élevé pour les PDG nés en Amérique centrale et du Sud, en Australie et en Nouvelle-Zélande. Jalbert et al., (2007) concluent qu'il existe des preuves de l'existence de différentes structures de capital au sein des entreprises de l'échantillon, et ce selon la nationalité du PDG, et que les PDG n'ayant pas la même nationalité adoptent une politique différente en matière de structure du capital.

Nous présentons dans le tableau suivant les principaux résultats des études empiriques relatives à l'effet de la nationalité du PDG sur le niveau d'endettement de l'entreprise.

Tableau 2.4: Principaux résultats des études précédentes d'effet de la nationalité du PDG sur le niveau d'endettement

Auteurs	Contexte	Effet
Balaam, (2018)	Chinois	Négatif
Jalbert et al., (2007)	Américain	Négatif
Ziadi et al., (2017)	Français	Négatif

Source : Elaboré par l'auteur

Dans cette étude, les PDG des sociétés non financières cotées en bourse des valeurs de Casablanca sont classés selon qu'ils sont marocaines ou non, afin d'identifier s'il existe une relation entre la nationalité du PDG et la structure du capital. Les PDG dont la nationalité se situe dans le haut du spectre du conservatisme accordent une plus grande importance à l'établissement de relations harmonieuses avec toutes les parties, à la prévention de la faillite et à la garantie de la prévisibilité au sein de l'entreprise. Par conséquent, on s'attend à ce que lorsque le PDG est marocain, il y ait une relation négative avec la structure du capital du faite de sa culture collectiviste.

La question de savoir si la culture nationale fait partie du problème de la structure du capital est l'un des aspects de cette étude, qui est restée jusqu'à présent un domaine flou et qui a été insaisissable. Ceci nous amène alors à énoncer l'hypothèse suivante :

H4 : Il existe une relation négative entre la nationalité du PDG et la structure du capital

Conclusion de la section

À travers cette première section, nous nous sommes efforcés d'explorer la littérature théorique et empirique dédiée à l'analyse du lien entre les caractéristiques du PDG et la structure du capital. En revanche, les travaux empiriques qui ont porté sur la relation entre les attributs du PDG (la dualité, l'âge, la durée de mandat et la nationalité) et la structure du capital présentent des résultats divergents que ça soit par rapport à leurs mesures de gouvernance et leur impact sur la structure du capital ou aux contextes de recherche.

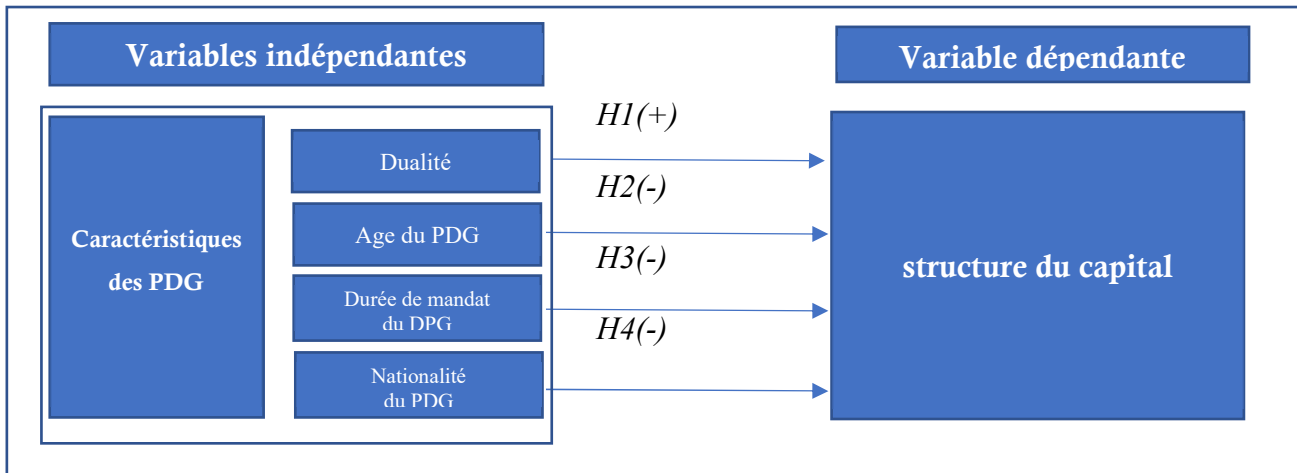
Ainsi, les résultats qui se dégagent de l'ensemble des études empiriques susmentionnées semblent mitigés d'un contexte à l'autre. Cependant, il ressort une relation négative entre les quatre caractéristiques du PDG et la structure du capital de l'entreprise. Dans ce fait, il nous paraît alors judicieux de se pencher sur le rôle joué par les caractéristiques du PDG en tant que mécanisme de gouvernance dans un contexte particulier caractérisé par le collectivisme du dirigeant tel que le contexte marocain.

Cette étude également élargit la recherche théorique antérieure en finance d'entreprise qui a commencé à reconnaître que les décisions managériales peuvent être affectées par des biais comportementaux dans un contexte international. Nous contribuons à la littérature en examinant si les différences transversales observées dans les structures de capital des entreprises peuvent être mieux expliquées en tenant compte de ces caractéristiques managériales.

À notre connaissance, il n'existe pas d'évaluation transnationale permettant de déterminer si les traits managériaux d'optimisme et de surconfiance sont utiles pour expliquer les différences dans les décisions de financement entre les entreprises. Cette étude aide à combler cette importante lacune et contribue de manière significative à notre compréhension de la nature des différences dans la structure du capital et de ses déterminants internationaux.

Nous présentons dans la figure suivante une synthèse des hypothèses relatives à l'impact des caractéristiques du PDG sur la structure du capital.

Figure 2.3 : Synthèse des hypothèses relatives à l'impact des caractéristiques du PDG sur la structure du capital



Source : Elaborée par l'auteur

La gouvernance d'entreprise est associée au souci de sécuriser l'investissement des actionnaires dans les grandes sociétés cotées, d'éviter que les objectifs personnels des dirigeants ne conduisent à une moins grande création de valeur actionnariale. Dans la prolongation de cette version financière de la gouvernance, le conseil d'administration apparaît comme un mécanisme particulier contribuant à atteindre cet objectif. Sur cette lignée, la section suivante sera consacrée à la revue de littérature et développement des hypothèses relatives à la composition du conseil d'administration, deuxième mécanisme de gouvernance d'entreprise dans cette étude, et son impact sur la structure du capital.

Section 2 : Composition du conseil d'administration et structure du capital : Revue de littérature et hypothèses

Le CMBPGE a été mis en place pour améliorer la gouvernance d'entreprise au Maroc et vise à fournir des orientations pour les structures des conseils d'administration. Le conseil d'administration est une institution économique qui a été créée pour aider à résoudre les problèmes d'agence inhérents à la gestion des entreprises (Wanda et Fomo, 2020). Un conflit majeur au sein du conseil d'administration peut opposer le PDG et les directeurs, les directeurs exécutifs et les directeurs non exécutifs (Wanda et Fomo, 2020). Adam Smith (1776) est le premier économiste à discuter le rôle du conseil d'administration, cent cinquante-six ans plus tard, Berle et Means (1932) le développent davantage pour discuter des comités.

Les caractéristiques du conseil d'administration sont divisées en deux attributs :

- Le premier est associé à la composition du conseil, par exemple le pourcentage d'hommes et de femmes membres du conseil, et le mélange de directeurs exécutifs et de directeurs indépendants (non exécutifs).
- Le deuxième représente la fréquence des réunions et la taille du conseil d'administration.

Les études précédentes se sont concentrées sur la relation entre les caractéristiques du conseil d'administration et les performances de l'entreprise (Sadoqi, 2020, Loulidi et Taoufik, 2020) sur une petite période de temps pour les sociétés cotées marocaines.

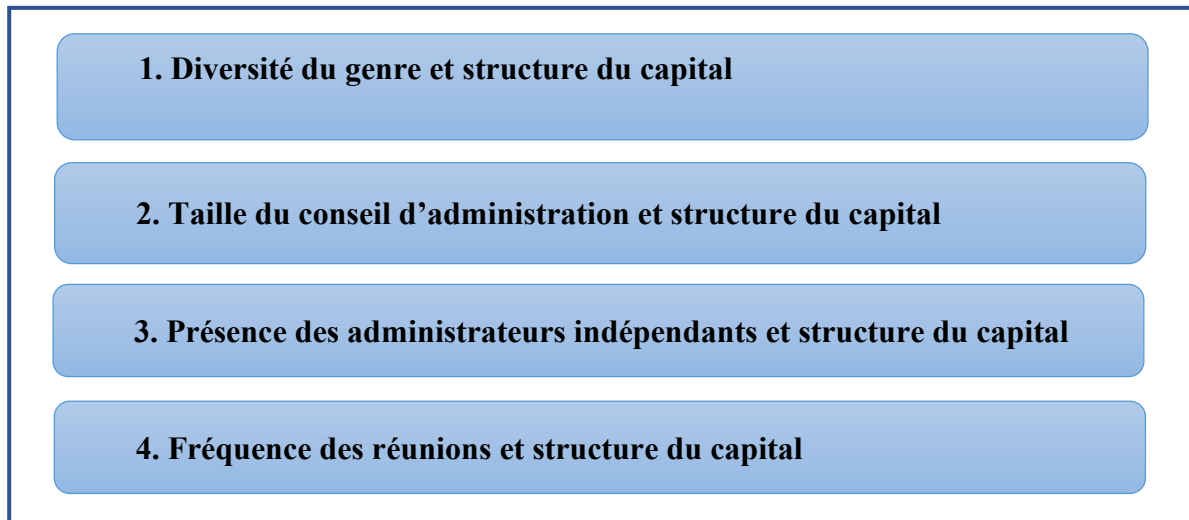
Cette étude se concentre sur la relation entre les caractéristiques du conseil d'administration et la structure du capital, et est étayée par la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) qui est examinée en détail au chapitre 1.

À ce niveau, l'objectif de cette section est, tout d'abord, d'examiner l'impact des différents attributs du conseil d'administration sur la structure du capital, tout en dégagant nos propres hypothèses de travail. La revue de littérature nous a permis d'avoir plusieurs attributs liés à la composition du conseil d'administration et ayant un impact sur la structure du capital.

Néanmoins, nous nous intéressons particulièrement au pourcentage de femme membre du conseil, la taille du conseil, la présence des administrateurs indépendants et la fréquence des réunions du conseil du fait de la disponibilité des données. Nous présentons, pour chaque attribut, une revue de littérature et puis une synthèse des études empiriques précédentes réalisées dans différents contextes.

Nous schématisons ainsi le plan de cette section comme suit :

Figure 2.4 : *Plan de la section 2/Chapitre 2*



Source : Elaborée par l'auteur

2.1 Diversité du genre et structure du capital

Inclure une ou deux administratrices au conseil d'administration n'est vraisemblablement pas suffisant pour impulser de réels changements, notamment en matière de gouvernance d'entreprise (Chebbi et *al.*, 2018). En effet, la théorie de la masse critique (Kanter, 1977) suggère que la nature des interactions au sein d'un groupe dépend fondamentalement de sa taille. Lorsque la taille d'un sous-groupe atteint un certain seuil, ou une « masse critique », l'influence de ce sous groupe augmente. Cette théorie suggère donc que lorsqu'un groupe minoritaire atteint une masse critique, un changement qualitatif s'opérera dans ses interactions au sein du groupe.

2.1.1 Diversité du genre et structure du capital : Revue de littérature

La diversité du genre dans le conseil d'administration a fait l'objet de nombreuses études théoriques et empiriques dans le monde entier. Cet enthousiasme a été analysé à la fin du 20^e siècle par des spécialistes du domaine tels que Kanter (1977), dont la publication « *Men and Women of the corporation* », a soulevé de nombreuses questions sur le rôle de la femme dans le monde des affaires. La réponse à ces questions est mitigée entre les opposants et les défenseurs à la diversité genre dans le conseil d'administration.

De leur part, Kanter (1977) a recommandé d'augmenter le nombre des femmes dans toutes les fonctions de l'organisation, Par conséquent, plusieurs pays avaient promulgué des lois et des réglementations visant à augmenter le nombre des femmes administratrices (Hili et Affes, 2013 ; Sbai et Meghouar, 2017).

Le taux de présence des femmes dans l'ensemble des administrations des entreprises publiques est de 5 % et atteint 7 % pour le secteur privé⁴³. 12,8% des entreprises sont dirigées par des femmes. La présence des femmes dirigeantes est plus importante dans le secteur tertiaire que dans l'industrie, en particulier dans les entreprises récentes⁴⁴. Si l'on se réfère à l'étude de la BAD de 2015 sur les femmes dans les conseils en Afrique, le Maroc s'est classé 11^e sur les 12 pays africains étudiés.

En 2020, les sociétés cotées comptent 17 % de femmes administratrices. À titre de comparaison, la féminisation des conseils d'administration avait atteint en France 43,7 % pour l'ensemble

⁴³ Baromètre des rapports ESG , L'Institut Marocain des Administrateurs (IMA), (2019)

⁴⁴ Enquete nationale auprès des entreprises, Haut-commissariat au plan (2019)

des sociétés du SBF 120. Par ailleurs, sur les 73 sociétés cotées, on dénombre 5 femmes chefs d'entreprise et 60 % des entreprises cotées n'ont aucune femme administratrice⁴⁵.

Les différents chiffres exposés donnent une vue d'ensemble sur la situation et la représentativité des femmes au sein des organes de gouvernance des entreprises marocaines. Malgré de notables avancées et l'inscription du principe de parité au niveau de la Constitution de 2011, il existe un déficit de représentation des femmes dans les équipes dirigeantes ainsi qu'au niveau des instances de décisions des entreprises marocaines.

La présence des femmes reste ainsi l'apanage de quelques grandes entreprises marocaines alors que de nombreuses études ont permis de démontrer la corrélation entre la présence de femmes dans les postes à responsabilité et l'amélioration de la performance économique.

Le ministère de l'Industrie, du Commerce et de l'Économie verte et numérique a concocté une mouture améliorée de la loi sur les sociétés anonymes. L'objectif affiché de cette modification de la loi n° 17.95, mise en consultation le 18 août, est d'accroître la promotion de l'égalité du genre dans les conseils d'administration des sociétés cotées en bourse afin de gagner encore quelques places dans le classement Doing Business où le Maroc occupe la 53ème place.

Toe, (2013) identifie plusieurs avantages pour les entreprises qui augmentent le nombre de femmes dans leurs conseils d'administration ;

- Améliorer les performances au niveau des conseils d'administration et des entreprises grâce à des contributions et à des remises en question sous différents angles.
- Être plus réactif au marché en s'alignant sur une base de clientèle diversifiée, dont beaucoup de femmes.
- Améliorer la gouvernance d'entreprise, accroître l'innovation et éviter les risques de "pensée de groupe"⁴⁶.

Les raisons pour lesquelles il y a si peu de femmes au sein des conseils d'administration intègrent plusieurs questions. Il s'agit notamment du manque de femmes qualifiées ayant l'expérience des conseils d'administration, combiné au fait que les femmes ne font pas connaître clairement leurs intérêts (Hili et Affes, 2013).

⁴⁵ AMMC, 2020, « L'AMMC livre son premier bilan relatif à l'application des nouvelles règles de bonne gouvernance par les émetteurs »,

⁴⁶ La notion de « pensée de groupe » prend le contrepied d'une croyance largement partagée : les décisions prises à plusieurs sont nécessairement meilleures que celles prises individuellement. Irving Janis, 1970.

Au Maroc le CMBPG de 2008 recommande aux sociétés anonymes de se conformer à un pourcentage spécifique de femmes à la tête de leur entreprise, cependant, la relation avec la structure du capital est peu étudiée dans le contexte marocain. Les implications du code peuvent être identifiées dans la période de données sélectionnée dans cette recherche, et ce, à travers l'augmentation remarquable du nombre de femmes membres du conseil d'administration. S'il existe une relation significative, il aurait un impact sur le recrutement des futurs membres du conseil d'administration. Il faudra du temps pour que les lignes directrices dudit Code se répercutent sur les entreprises, il est trop tôt pour déterminer quelles en seraient les conséquences.

Le lien entre le pourcentage de femmes au sein des conseils d'administration et le niveau d'endettement d'une entreprise se concentre sur la question de savoir si le genre a un impact sur le choix entre la dette et les capitaux propres dans la structure du capital. L'attitude du conseil d'administration à l'égard du risque influe sur les choix qui sont faits en ce qui concerne la structure du capital. La question de la diversité du genre s'inscrit dans le cadre de la théorie de la dépendance des ressources. Cette dernière tend à soutenir le rôle primordial de la diversité dans le fonctionnement du conseil et le renforcement de la gouvernance d'entreprise. Elle suggère qu'un conseil diversifié en matière du genre est un savant dosage de compétences et de perspectives, notamment en matière de résolution de problèmes, ce qui conduit à une meilleure qualité de prise de décision (Daily et Dalton, 2003).

Cette étude cherche à déterminer si et comment la diversité du genre a un impact les décisions relatives à la structure du capital. La croissance économique est basée sur une allocation efficace du capital et le genre des administrateurs joue un rôle dans le choix entre dette et capitaux propres (Malmendier et al., 2011).

2.1.2 Diversité du genre et structure du capital : Développement d'hypothèse

Parmi les attributs relatifs à la composition du conseil d'administration en termes de diversité, la question de la diversité du genre a suscité bien des débats, des études, des écrits et même des lois au cours des dernières années. L'origine de cet engouement remonte aux recherches initiales qui expliquent le confinement des femmes aux échelons inférieurs et intermédiaires (*Lower/Middle management*) par l'existence de barrières subtiles qui freinent l'accès des femmes aux postes de haute responsabilité et de décision dans les organisations, un phénomène plus connu sous le terme « plafond de verre » ou encore de « *plancher collant* »⁴⁷ (Carter et al.,

⁴⁷ Traduction de l'expression américaine glass ceiling apparue à la fin des années 1970 aux États-Unis et désignant les freins invisibles à la promotion des femmes dans les structures hiérarchiques.

2003). Ainsi, des auteurs comme Dang et *al.* (2014) affirment que le manque de femmes dans les conseils d'administration peut être dû à ce phénomène de plafond de verre⁴⁸, une barrière invisible qui entrave l'ascension des femmes dans les entreprises.

En s'appuyant largement sur deux théories, à savoir la théorie de l'agence et celle de la dépendance des ressources, plusieurs auteurs démontrent que :

- La diversité du genre augmente la capacité du conseil à accomplir efficacement ses fonctions, et ce en contribuant à l'amélioration de la qualité du processus décisionnel grâce à l'hétérogénéité des connaissances (Daily et Dalton, 2003), et en renforçant le contrôle des dirigeants et la transparence informationnelle (Gul et *al.*, 2011 ; Hili et Affes, 2013).

Certains auteurs suggèrent que l'introduction de femmes au conseil peut constituer une source d'inefficacité du conseil en augmentant les dissensions internes et les conflits cognitifs qui, par conséquent, dégradent la cohésion du groupe et limitent les capacités d'action du conseil (Allemand et Brullebaut, 2014 ; Toé et Bationo, 2019).

Ainsi que des recherches antérieures ont examiné l'impact des différences liées au genre sur les niveaux de risque et leur influence sur la structure du capital d'une entreprise⁴⁹. Par exemple, Suzuki et Avellaneda (2018) fournissent des preuves à l'appui du fait que les femmes présentent un niveau de risque inférieur à celui des hommes. La manière dont cela se traduit par le choix entre dettes et capitaux propres dans la structure du capital entoure le niveau de risque plus élevé que présentent les dettes par rapport aux capitaux propres. Par conséquent, lorsque les entreprises prennent des décisions concernant leur capital futur, l'utilisation de fonds propres est préférée à l'endettement, car le risque de défaillance est plus faible.

En outre, des niveaux d'endettement plus élevés ont été constatés chez les entreprises ayant un taux élevé d'administrateurs masculins par rapport aux administrateurs féminins, en particulier le niveau plus élevé d'endettement à court terme (Post et Byron, 2015). Le niveau de confiance des administrateurs est plus élevé que celui des administratrices (Post et Byron, 2015), ce qui indique une préférence des administrateurs masculins pour l'endettement par rapport aux capitaux propres.

⁴⁸ La notion de « plafond de verre » renvoie au fait que les femmes peuvent progresser dans la hiérarchie de l'entreprise mais seulement jusqu'à un certain niveau.

⁴⁹ Etant donné que les dettes et les capitaux propres présentent des niveaux de risque différents

Pour Singh *et al.*, (2008) un conseil d'administration plus diversifié a tendance à s'engager dans des discussions plus approfondies et à partager des connaissances et des informations différentes par rapport à des conseils homogènes. Ils ont conclu que :

- Les conseils d'administration composés de femmes sont plus motivés à engager des discussions approfondies dans le but d'accroître la performance financière de l'entreprise.

D'un autre côté, aux États-Unis Adams et Ferreira (2009) ont étudié la relation entre la diversité du conseil d'administration et la performance financière des entreprises. Ils ont trouvé une relation négative entre la diversité genre et la performance financière. Également, Carter *et al.* (2010) ont trouvé aussi une relation négative entre la diversité du conseil et la structure du capital des entreprises cotées aux États-Unis. Leur étude a conclu que ni l'appartenance ethnique ni la diversité du conseil n'influencent positivement la performance financière de l'entreprise.

Sur la même lignée, en utilisant 477 observations au cours de la période 1980-1994, Campbell et Minguez-Vera (2008) constatons que la présence de femmes au conseil d'administration est négativement associée au niveau d'endettement. Enfin, Naseem *et al.*, (2017) et Thakolwiroj et Sithipolvanichgul, (2021) indiquent qu'ils n'existent aucune relation entre la diversité du genre dans le conseil d'administration et la structure du capital dans les entreprises thaïlandaises.

Nous présentons dans le tableau suivant les principaux résultats des études empiriques relatives à l'effet de la diversité du genre sur le niveau d'endettement de l'entreprise.

Tableau 2.5 : Principaux résultats des études précédentes d'effet de la diversité du genre sur le niveau d'endettement

Auteurs	Contexte	Effet
Campbell et Minguez-Vera (2008)	Américain	Négatif
Carter <i>et al.</i> (2010)	Américain	Négatif
Naseem <i>et al.</i>, (2017)	Pakistanaï	Aucun
Suzuki et Avellaneda (2018)	Japonais	Négatif
Thakolwiroj et Sithipolvanichgul, (2021)	Thaïlandais	Aucun

Source : Elaboré par l'auteur

Conformément à la théorie de la cohérence comportementale (Suzuki et Avellaneda, 2018) et aux études précédentes (Carter *et al.*, 2010 ; Campbell et Minguez-Vera, 2008 ; Suzuki et Avellaneda, 2018 ;).

Nous proposons alors de tester l'hypothèse suivante :

H5 : Il existe une relation négative entre le pourcentage de femmes membres du conseil d'administration et la structure du capital

2.2 Taille du conseil d'administration et structure du capital

La taille du conseil d'administration désigne le nombre de membres qui sont élus au conseil d'administration de la société au cours d'une année donnée. La taille du conseil d'administration dépend donc en grande partie de l'ampleur de la complexité de l'entreprise (Sewpersadh, 2019) et est considérée comme l'un des facteurs les plus importants en matière de stratégie de gouvernance d'entreprise qui impact la structure du capital de l'entreprise (Abobakr et Elgiziry 2016).

2.2.1 Taille du conseil d'administration et structure du capital : Revue de littérature

Les entreprises dont les processus sont plus importants, ou plus complexes, ont tendance à avoir besoin de conseils d'administration plus importants pour fournir à l'équipe de direction les conseils et l'accès aux ressources nécessaires (Sewpersadh, 2019). Ce point de vue semble confirmer indirectement la fonction consultative du conseil d'administration et soutenir la perspective de dépendance des ressources des conseils d'administration des entreprises (Abobakr et Elgiziry 2016).

- **Les conseils d'administration de grandes tailles**

L'élection d'un grand nombre de membres du conseil d'administration augmente la probabilité qu'une entreprise ait un meilleur accès aux ressources nécessaires à son succès à long terme (Detthamrong et *al.*, 2017). Les conseils d'administration de grandes entreprises pourraient offrir davantage de capital humain (Abor, 2007), cependant, les conseils d'administration de grandes entreprises ont également tendance à augmenter les coûts de surveillance du comportement des dirigeants (Abobakr et Elgiziry 2016). Si ces coûts accrus étaient supérieurs aux avantages procurés, l'entreprise serait moins bien lotie si elle augmentait le nombre de membres du conseil d'administration (Akbar et *al.*, 2017).

En fait, Akbar et *al.* (2017) ont constaté que des problèmes de communication et de coordination se posaient au sein des sociétés londoniennes lorsque la taille du conseil d'administration dépassait sept membres. Ces problèmes rendraient essentiellement les conseils

d'administration des sociétés moins efficaces et les représentants des actionnaires dans la relation mandant-mandataire moins bon.

En somme, les conseils d'administration de grande taille offrent à l'entreprise la possibilité de réduire l'incertitude grâce aux connaissances multiples de différents membres et donc profiter de l'expérience de chaque administrateur. Cependant, le nombre élevé des administrateurs peut apparaître des problèmes de communication et de coordination. Par conséquent, les coûts d'agence associés aux conflits d'intérêts augmentent, ce qui impacte négativement la performance de la firme.

- **Les conseils d'administration de petites tailles**

Pourtant, le conseil d'administration de petite taille est plus performant pour contrôler le dirigeant, puisque les administrateurs ont plus de temps et de liberté pour s'exprimer. Alors que les conseils de trop petites tailles ne permettent pas de mener un contrôle efficace, car il sera dominé par le dirigeant. Ce qui s'explique principalement par le fait qu'une réduction du nombre de membres du conseil entraîne généralement une diminution des problèmes de communication et de coordination (Akbar et al., 2017). Raison pour laquelle il est nécessaire d'avoir un nombre optimal des administrateurs afin de garantir le bon fonctionnement du conseil et d'améliorer la performance de l'entreprise.

La taille du conseil dépend fortement de deux choses :

- (a) l'ampleur de la complexité des processus de l'entreprise (Germain et al., 2014) ; et
- (b) le niveau des ressources de l'entreprise (Abobakr et Elgiziry 2016).

Nous présentons dans le tableau suivant certains résultats de récente étude dans différents contextes.

Tableau 2.6 : Taille moyenne des conseils d'administration selon le contexte de l'étude

Auteurs	Taille moyenne du conseil d'administration	Pays	Période
Abor (2007)	8,8	Ghana	6 ans
Bousetta (2019)	7,46	Maroc	4 ans
Detthamrong et al. (2017)	10,5	Thaïlande	14 ans
Feng et al., (2020)	8,6	Chine	5 ans
Naseem et al. (2017)	8	Pakistan	7 ans
Sewpersadh, (2019)	9,94	Sur-Afrique	5 ans

Source : Elaboré par l'auteur

Dans l'ensemble, il n'existe pas d'exigence universelle concernant le niveau de taille du conseil d'administration attendu par le conseil d'administration de la société. Toutefois, il semble y avoir une certaine diversité concernant les niveaux de taille des conseils d'administration dans la littérature.

En outre, Wu (2000), a mené une étude sur l'évolution de la taille du conseil d'administration pendant la période 1991 à 1995. Il a remarqué que la taille du conseil a diminué en moyenne durant cette période et cette décroissance peut être expliquée partiellement par l'importance des investissements actifs. Les investisseurs apparaissent pensés que les conseils de petite taille exercent un contrôle efficace sur la direction par rapport au conseil de grande taille.

Dans le contexte de notre étude, et d'un point de vue réglementaire, selon l'article 39 de la loi 17-95, la SA 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 cotées à la bourse de Casablanca.

En revanche, le CMBPGE (2008)⁵⁰ en parallèle avec les rapports français de Viénot (1995, 1999)⁵¹ n'ont fourni aucune précision sur cet aspect du conseil d'administration. Or, le fait que ce point n'ait pas été abordé est plutôt surprenant, puisque les théories de la gouvernance d'entreprise accordent une certaine importance à cet attribut du conseil.

Sur le plan théorique, la relation entre la taille du conseil d'administration et la structure du capital est basée sur la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) et la théorie de l'enracinement (Bebchuk et Fried, 2005).

2.2.2 Taille du conseil d'administration structure du capital : Développement d'hypothèse

Il existe peu de recherches sur la relation entre la taille du conseil d'administration et la structure du capital, mais parmi les études disponibles dans les pays émergents, plusieurs résultats sont mitigés (Abor, 2007 ; Bokpin et Arco, 2009 ; Germain et *al.*, 2014 ; Alves et *al.*, 2015 ; Armeanu et *al.*, 2017 ; Naseem et *al.*, 2017).

⁵⁰ <https://www.ammc.ma/fr/publications/code-marocain-de-bonnes-pratiques-de-gouvernance-dentreprise>

⁵¹ https://www.persee.fr/doc/ridc_0035-3337_1996_num_48_3_5262

- **Des relations positives**

En appliquant une régression de données de panel à 2 427 entreprises de 33 pays sur une période de 5 ans, Alves et *al.* (2015) ont constaté une relation positive entre la taille du conseil d'administration d'une entreprise et la structure du capital, ce qui indique que le levier financier augmente à mesure que davantage de membres sont élus au conseil d'administration.

Une relation positive a également été constatée sur un échantillon d'entreprises ghanéennes, malaisiennes et pakistanaises, respectivement, sur une période de plusieurs années (Bopkin et Arco, 2009 ; Abor, 2007 ; Germain et *al.*, 2014 ; Shahzad et *al.*, 2017). Collectivement, ces résultats pourraient impliquer que des conseils d'administration plus importants réduisent l'ampleur des asymétries d'information présentes dans la relation actionnaire-dirigeant à un point où les actionnaires se sentiraient suffisamment à l'aise pour augmenter le montant du levier financier utilisé par la société.

En outre, cette implication pourrait suggérer que les conseils d'administration des entreprises de plus grande taille assurent un meilleur suivi et donnent aux dirigeants la possibilité de prendre de meilleures décisions.

Il est intéressant de noter que Germain et *al.* (2014) ont constaté que les entreprises publiques plus récentes ont tendance à avoir des conseils d'administration plus importants, mais que la taille du conseil diminue avec le temps, à mesure que l'entreprise vieillit. Une autre explication possible est que les grands conseils d'administration ont des difficultés à prendre une décision unanime, ce qui indique une structure de gouvernance d'entreprise faible.

Abor (2007) et Bopkin et Arco (2009) ont vérifié cette relation positive entre la taille du conseil d'administration et la structure du capital pour un échantillon d'entreprises ghanéennes. En appliquant une régression à effets fixes à 34 entreprises kényanes sur une période de 9 ans, Tarus et Ayabei (2016) ont trouvé une relation positive entre la taille du conseil d'administration et la structure du capital, ce qui indique que le levier financier augmente à mesure que des membres sont élus au conseil.

- **Des relations négatives**

Plusieurs études (Hasan et Butt 2009 ; Abobakr et Elgiziry 2016 ; Armeanu 2017 ; Kang, et Ausloos, 2017 ; Sewpersadh, 2019) ont mis en évidence une relation négative significative entre la taille du conseil d'administration et la structure du capital. Plus les conseils d'administration sont de grande taille, moins leur effet de levier est important. Hasan et Butt (2009) ont constaté que le coût des dettes est plus faible pour les entreprises ayant de grands conseils parce que les

investisseurs pensent que ces sociétés sont bien contrôlées. Armeanu (2017) a constaté une relation négative entre la taille des conseils d'administration des entreprises et la structure du capital en analysant 69 entreprises roumaines sur une période d'un an, ce qui indique que le levier financier diminue à mesure que la taille du conseil d'administration est grande. Contrairement aux conclusions précédentes, Tarus et Ayabei, (2016) indique que plus la taille du conseil d'administration est grande, plus les sociétés appliquent une politique d'endettement élevée.

- **Des relations neutres**

Plusieurs études ont révélé des relations insignifiantes entre la taille du conseil d'administration d'une entreprise et la structure du capital (Akbar *et al.*, 2017 ; Detthamrong *et al.*, 2017 ; Siromi et Chandrapala, 2017). L'insignifiance de cette relation implique que la taille du conseil d'administration n'influence pas les décisions relatives à la structure du capital, de sorte que l'augmentation de la taille du conseil d'administration ne présenterait aucun avantage pour l'entreprise. En outre, la capacité de contrôle du conseil d'administration ne serait pas améliorée par l'élection de plus ou moins de membres au conseil d'administration.

Nous présentons dans le tableau suivant les principaux résultats des études empiriques relatives à l'effet de la taille du conseil d'administration sur le niveau d'endettement de l'entreprise.

Tableau 2.7 : Principaux résultats des études précédentes d'effet de la taille du conseil d'administration sur le niveau d'endettement

Auteurs	Contexte	Effet
Abobakr et Elgiziry 2016	Egyptien	Négatif
Abor, 2007	Ghanéen	Positif
Akbar <i>et al.</i> , 2017	Angleterre	Neutre
Alves <i>et al.</i> (2015)	33 Pays	Positif
Bokpin et Arco, 2009	Ghanéen	Positif
Detthamrong <i>et al.</i> , 2017	Thaïlandais	Neutre
Germain <i>et al.</i> , 2014	Malaisien	Positif
Kang, et Ausloos, 2017	Chinois	Négatif
Sewpersadh, 2019	Sud-Africain	Négatif
Shahzad <i>et al.</i> , 2017	Pakistanais	Positif
Siromi et Chandrapala, 2017	Siri Lankais	Neutre

Source : Elaboré par l'auteur

Bien que la taille du conseil soit liée potentiellement à la capacité des administrateurs à surveiller et contrôler les dirigeants (Lipton et Lorsch, 1992 ; Jensen, 1993), la portée de son impact sur la structure du capital n'est pas encore claire. Alors que certaines études valident l'hypothèse selon laquelle la taille du conseil est corrélée positivement à la structure du capital, d'autres constatent l'effet inverse.

Ainsi, à la lumière de la divergence des résultats présentés et de l'absence d'études sur le sujet dans le contexte marocain, nous postulons que le contrôle serait d'autant plus efficace que le nombre d'administrateurs siégeant au conseil soit restreint. En effet, les conflits d'agence ont tendance à s'intensifier dans les grands conseils et les administrateurs sont alors moins efficaces à contrôler les dirigeants. Nous pensons alors que des conseils d'administration de grande taille sont de nature à altérer la structure du capital.

À cet égard, l'étude de la relation entre la taille du conseil d'administration et la structure du capital apparaît complexe et aboutit à des conclusions non convergentes. En effet, de nombreux facteurs tels que la méthodologie adoptée et le contexte de l'étude influencent les résultats obtenus par les études antérieures. D'après tous ces résultats, on peut conclure que l'évolution de la taille du conseil peut avoir une influence sur la structure du capital des entreprises. D'où l'hypothèse suivante :

H6 : La taille du conseil d'administration a un impact négatif sur la structure du capital

2.3 Administrateurs indépendants et structure du capital

L'indépendance du conseil d'administration affecte-t-elle la structure du capital ? Cette question a motivé de nombreuses recherches empiriques au cours des dernières années. La littérature antérieure montre qu'un conseil d'administration est susceptible d'avoir un niveau élevé d'indépendance s'il comprend davantage d'administrateurs externes. En effet, les administrateurs internes (*insiders*) sont engagés dans l'organisation de l'entreprise. Toutefois, les administrateurs externes (*outsiders*) n'exercent aucune activité au sein de l'entreprise. D'après Tarus et Ayabei, (2016), la présence des membres externes dans l'organisation d'une entreprise pourrait améliorer l'indépendance des organes de contrôle ce qui affectera le choix des sources de financement.

2.3.1 Administrateur indépendant et structure du capital : Revue de littérature

Le concept d'administrateurs indépendants a été lancé par les pays anglo-saxons qui, au lendemain de l'affaire d'Enron, ont réagi avec vigueur pour renforcer le rôle du conseil

d'administration dont l'efficacité a été considéré comme l'une des causes essentielles de la mauvaise gouvernance. L'introduction d'administrateurs indépendants (ou en anglais *non executive directors*) a été pensée comme une solution idéale pour limiter l'influence des administrateurs dirigeants au sein des CA.

Suite à la lecture CMBPGE de 2008, nous constatons que, certes, on évoquait à plusieurs reprises l'indépendance des administrateurs comme condition de l'efficacité du conseil, mais, à aucun moment, on ne pose les critères de cette indépendance. Le Maroc a préféré de rester en dehors du débat sur cette fameuse indépendance tant plébiscitée, ce qui est en soit peu habituel pour un code de la gouvernance d'entreprise. Ainsi, le silence dudit code rejoint celui de la loi sur les SAs sur cette question.

Bien que la loi 17-95⁵² ait renforcé les moyens d'action des administrateurs, elle ne fait aucune place à cette notion d'indépendance qu'elle ignore totalement. Il s'ensuit que ladite loi n'offre aucun cadre légal qui régit le statut des administrateurs indépendants dans les SAs marocaines. Les grandes sociétés marocaines, soucieuses de leur image, se sont ainsi empressées d'introduire des profils indépendants dans leurs conseils d'administration. Néanmoins, certains auteurs considèrent que la démarche manque souvent de fond et il s'agit plutôt d'une indépendance « marketing », qui ne reflète pas la réalité pratique, d'autant plus que les entreprises sélectionnent souverainement les critères d'indépendance qui leur conviennent (El Hassani Sbai, 2011).

Il a fallu, cependant, attendre la promulgation de la nouvelle loi n°20-19, modifiant et complétant la loi 17-95 sur les SAs, en 2019, afin que le concept d'administrateurs indépendants jouisse d'un fondement légal, d'un contenu juridique cohérent et d'une prise en charge pratique plus efficace et plus rigoureuse. En effet, cette nouvelle loi stipule que :

- Les sociétés faisant appel public à l'épargne sont tenues désormais de nommer un ou plusieurs administrateurs indépendants pour siéger dans leur conseil d'administration sans toutefois que leur nombre ne dépasse le tiers de l'effectif de l'organe de gouvernance.

Sur le plan théorique, deux grandes théories concurrentes dominent le débat sur la relation entre l'indépendance du conseil et la structure du capital. La littérature antérieure sur la gouvernance d'entreprise, sous la logique de la théorie de l'agence, suggère qu'un conseil d'administration plus indépendant permet un mécanisme de contrôle plus efficace et donc contribue une structure

⁵² <http://www.droit-afrique.com/upload/doc/maroc/Maroc-Loi-1995-17-societes-anonymes.pdf>

du capital optimale (Dasilas et Papasyriopoulos, 2015 ; Bulathsinalage, *et al.*, 2017 ; Berke-Berga et Dovladbekova, 2019).

La théorie de l'agence suggère également qu'en raison de la notion selon laquelle la "performance de surveillance" des administrateurs externes est probablement la seule façon de les évaluer, et donc qu'elle détermine leur valeur en tant que capital humain, ils doivent être davantage incités à développer leur réputation afin d'obtenir un avantage dans la concurrence sur le marché du travail.

D'autre part, les théoriciens de l'intendance s'opposent à la présence d'administrateurs externes dans le conseil d'administration d'une entreprise. La théorie de l'intendance suggère principalement que les administrateurs externes connaissent moins bien les forces et les faiblesses de l'entreprise, ce qui peut les empêcher de fournir des services utiles à la direction et aux actionnaires (Davis *et al.*, 1997).

Au Maroc, le rôle des administrateurs indépendants est consultatif et non disciplinaire contrairement qu'aux États-Unis (El Hassani Sbai, 2011), les administrateurs ont un devoir de diligence envers leurs actionnaires et peuvent être poursuivis en justice s'ils ne remplissent pas leurs obligations fiduciaires (Ozkan, 2007). Les administrateurs indépendants sont des contrôleurs délégués qui sont nommés par les actionnaires pour surveiller l'utilisation des ressources de l'entreprise par le directeur (Bulathsinalage, *et al.*, 2017). Le fait que les administrateurs indépendants se soucient de leur réputation et de leurs futures opportunités de carrière garantit que les administrateurs sont des contrôleurs efficaces (Fama et Jensen, 1983).

2.3.2 Administrateur indépendant et structure du capital : Développement d'hypothèse

La perspective financière de gouvernance stipule que la structure du capital de l'entreprise dépend de l'efficacité du contrôle exercé par les administrateurs, qui dépend en grande partie de la présence des administrateurs indépendants dans le conseil d'administration. Sur le plan pratique, cette prédiction a attiré un grand nombre d'études. Voir par exemple : Pfeffer (1973) ; Wen *et al.* (2002) ; Anderson *et al.* (2004) ; Abor (2007) ; Bokpin et Arko (2009) ; Bulathsinalage, *et al.*, (2017) ; Boateng, *et al.*, (2017) ; Vijavakumaran, et Vijavakumaran (2019) et Feng *et al.*, (2020) entre autres.

En revanche, ces études relatives à la relation entre le degré d'indépendance des conseils d'administration et la structure du capital ont avancé des résultats divergents. D'après Wen *et al.* (2002), Anderson *et al.* (2004), Bokpin et Arko (2009) et Vijayakumaran et Vijayakumaran, (2019) lorsqu'un conseil d'administration est contrôlé par des administrateurs indépendants, les

dirigeants sont souvent confrontés à un contrôle plus strict, ce qui les conduit à adopter un levier financier plus faible afin d'éviter les pressions sur les performances liées aux engagements des remboursements. Bokpin et Arko (2009) indiquent dans une étude réalisée sur un panel d'entreprises ghanéennes que l'indépendance du conseil d'administration présente une relation négative, mais statistiquement non significative avec le choix de la dette à long terme par rapport aux capitaux propres et le choix de la dette à court terme par rapport aux capitaux propres.

Pfeffer (1973) et Pfeffer et Salancick (1978) ont réfuté la relation négative entre la proportion d'administrateurs indépendants et la structure du capital et ont trouvé qu'une forte proportion d'administrateurs indépendants est associée à un endettement élevé. Les administrateurs indépendants sont censés aider les entreprises à lever des fonds (dette et capitaux propres) en réduisant l'asymétrie de l'information, en améliorant le statut de l'entreprise et en permettant l'exploitation de toutes les ressources disponibles.

En outre, Kang et Ausloos (2017) ont démontré dans leur étude qu'il existe une corrélation positive significative entre le pourcentage d'administrateurs indépendants et l'endettement total et la dette à long terme, ce qui indique que plus le nombre d'administrateurs externes au sein du conseil d'administration est élevé, plus l'endettement total et la dette à long terme sont aussi. Boateng, et *al.*, (2017) soutient ce dernier constat en indiquant que la proportion d'administrateurs indépendants augmente avec le ratio d'endettement à long terme en Chine. Une implication importante de ce résultat est que les administrateurs indépendants, qui ont un mandat institutionnel pour surveiller le conseil d'administration, semblent être moins efficaces dans leur rôle de surveillance, peut-être en raison d'un manque de capacité comme le suggèrent Kang et Ausloos (2017).

Jensen (1986), Berger et *al.* (1997) et Abor (2007) ont également constaté que les entreprises ayant un niveau d'endettement élevé ont relativement plus d'administrateurs indépendants, tandis que les entreprises ayant un faible pourcentage d'administrateurs indépendants ont un effet de levier plus faible.

Pourtant, certains doutent que la simple présence d'un plus grand nombre d'administrateurs indépendants puisse amener le conseil à mieux représenter les intérêts des actionnaires. La théorie de l'enracinement prédit que les administrateurs indépendants n'ont pas le pouvoir suffisant pour s'opposer aux stratégies mises en oeuvre par les dirigeants. Hermalin et Weisbach (1998) montrent que le degré d'indépendance diminue lorsque le pouvoir managérial est fort.

Par exemple, la proportion d'administrateurs indépendants diminue lorsque le mandat de la direction se prolonge.

Cependant, selon un troisième point de vue, les administrateurs indépendants peuvent être inefficaces soit parce qu'ils sont nommés par les dirigeants de l'entreprise, soit parce que la culture du conseil d'administration décourage les conflits (Mace 1986 ; Jensen 1993). Conformément à ces arguments, Dasilas et Papasyriopoulos (2015) et Feng et *al.*, (2020) n'ont pas réussi à démontrer une association entre la proportion d'administrateurs indépendants et la structure du capital de l'entreprise.

Nous présentons dans le tableau suivant les principaux résultats des études empiriques relatives à l'effet de l'indépendance du conseil d'administration sur le niveau d'endettement de l'entreprise.

Tableau 2.8 : Principaux résultats des études précédentes d'effet de l'indépendance du conseil d'administration sur le niveau d'endettement

Auteurs	Contexte	Effet
Abor, 2007	Ghanéen	Positif
Anderson et <i>al.</i> (2004)	Français	Négatif
Bokpin et Arco, 2009	Ghanéen	Négatif
Dasilas et Papasyriopoulos (2015)	Grec	Neutre
Vijayakumaran et Vijayakumaran, (2019)	Chinois	Négatif

Source : Elaboré par l'auteur

Dans l'ensemble, les études antérieures peinent à valider de façon incontestable le rôle « disciplinaire » des administrateurs indépendants en contribuant à limiter le comportement opportuniste des dirigeants en matière de structure du capital, les résultats trouvés n'ont conduit, jusqu'à présent, à des conclusions tranchées. Cependant, en nous référant au cadre théorique de l'agence, nous nous attendons à ce qu'une plus grande proportion d'administrateurs indépendants siégeant dans le conseil d'administration soit liée à un effet négatif sur la structure du capital. Compte tenu de ce qui précède, nous proposons de tester l'hypothèse suivante :

H7 : Il existe une relation négative entre le pourcentage d'administrateurs indépendants et la structure du capital

2.4 Fréquence des réunions du conseil d'administration et structure du capital

Les recherches précédentes se sont concentrées sur la taille et la composition du conseil d'administration. L'une des dimensions clés de la gouvernance d'entreprise est l'intensité de l'activité du conseil, mesurée par le nombre de réunions du conseil tenues par mois/année. La fréquence de réunions du conseil d'administration constitue un élément important pour l'efficacité du conseil. À heurs actuels, il n'existe pas encore une vision claire sur la nature de la relation qui existe entre la fréquence de réunions et la structure du capital de l'entreprise. En effet, la littérature offre des explications à la fois pour et contre l'existence d'une relation positive et significative entre la fréquence des réunions du conseil et la structure du capital des entreprises.

2.4.1 Fréquence des réunions du conseil d'administration et structure du capital : Revue de littérature

La fréquence des réunions du conseil peut dépendre des activités de l'entreprise. Par exemple, le nombre de réunions augmentera si l'entreprise est impliquée dans un important programme d'investissement, car les besoins en capitaux pour ce programme devront être discutés.

La fréquence des réunions peut impliquer que le conseil d'administration acquiert une meilleure compréhension de l'entreprise et de la nature de ses activités, et que son contrôle et sa surveillance de l'équipe de direction profitent aux actionnaires. Cela, à son tour, améliore la stratégie de la firme et la rend plus efficace.

La théorie de l'agence explique la relation entre le nombre de réunions du conseil d'administration et la structure du capital, en raison de l'incapacité des actionnaires qui n'ont pas accès à toutes les informations et, en fin de compte, aux décisions prises. Les managers seront désireux de s'assurer qu'ils présentent une discussion approfondie des options de capital à leur disposition lors des réunions du conseil d'administration. Ils ne sont pas au courant des détails des réunions du conseil d'administration, mais sont conscients du nombre de réunions du conseil d'administration tel qu'il est indiqué dans les états annuels.

Lipton et Lorsch (1992) ont étudié la fréquence et la durée des réunions du conseil d'administration, et ont suggéré que les réunions soient au moins bimensuelles et durent une journée entière. Ils estiment que ce temps devrait être bien investi en se concentrant sur les sujets essentiels, ce qui améliorerait l'efficacité des conseils d'administration des entreprises.

Le CMBPGE n'indique pas le nombre minimum de réunions du conseil d'administration qu'une société doit tenir par an, mais recommande toutefois que le conseil d'administration doive se réunir suffisamment régulièrement pour s'acquitter efficacement de ses fonctions. Il n'y a pas

de nombre minimum de réunions auxquelles les membres du conseil doivent assister. Les études dans ce domaine ont été limitées en raison de l'indisponibilité des informations dans les bases de données pour toutes les entreprises. Aujourd'hui, ces informations détaillées sont désormais disponibles sur le site web de l'AMMC à travers les avis d'AGO/E (Assemblée Générale Ordinaire/Extraordinaire).

2.4.2 Fréquence des réunions du conseil d'administration et structure du capital : Développement d'hypothèse

L'augmentation du nombre de réunions du conseil d'administration pourrait conduire à une augmentation des discussions, et donc du suivi du capital existant et futur de l'entreprise. Cependant, l'augmentation du nombre de réunions du conseil d'administration pourrait être le résultat de préoccupations au sein de l'entreprise concernant les niveaux d'endettement et un risque de détresse financière.

Le nombre de réunions du conseil par an peut aussi dépendre de la situation de l'entreprise. Par exemple, la participation à des fusions et acquisitions ou l'engagement dans un investissement important exigent une fréquence plus élevée de réunions du conseil. De ce fait, notre objectif dans cette étude est de chercher à identifier si la fréquence des réunions du conseil d'administration à une association significative sur le niveau d'endettement des entreprises cotées en bourse.

Sur le plan empirique, la relation entre le nombre de réunions du conseil d'administration et la structure du capital a déjà fait l'objet de quelques recherches (Vafeas, 1999 ; Adams et *al.*, 2005 ; Brick et Chidambaran, 2010), indiquant comment une mauvaise performance financière de l'entreprise peut conduire à un nombre plus élevé de réunions du conseil d'administration.

Dans cette étude, l'accent sera mis sur l'impact que le nombre de réunions du conseil d'administration pourrait avoir sur la structure du capital de l'entreprise. Les résultats dépendront de la direction que l'entreprise souhaite prendre en ce qui concerne les niveaux d'endettement actuels et futurs de sa structure financière.

Notre analyse commence par l'étude de Vafeas (1999), cet auteur remarque que la performance de l'entreprise a connu une amélioration grâce aux réunions régulières du conseil d'administration, il montre cependant que ce sont les entreprises qui réalisent de mauvaises performances qui se réunissent fréquemment. D'après l'auteur, il existe des coûts associés aux réunions du conseil d'administration, dont les frais de déplacement et les honoraires des administrateurs. Par contre, il y a aussi des avantages tels que la mise en place des stratégies et le contrôle de direction

Dans le même contexte, Lorca et *al.* (2011) ont remarqué une relation positive entre le nombre de réunions du conseil d'administration et le niveau d'endettement des entreprises espagnoles de son échantillon. De leur part, Adams et *al.* (2005) constatent que l'accroissement significatif du nombre de réunions du conseil à un effet positif sur le niveau d'endettement des entreprises. Contrairement ces auteurs, Kamau et Basweti, (2013) dans une étude sur 42 entreprises cotées à la Nairobi Securities Exchange de 2006 à 2012 constatent qu'il existe une relation négative entre la fréquence des réunions du conseil d'administration et le niveau d'endettement de l'entreprise. Cela suggère qu'une augmentation du nombre de réunions du conseil d'administration amène les entreprises à recourir au davantage aux fonds propres.

Cependant, Jensen (1993) suppose que les réunions du conseil d'administration ne sont pas nécessairement utiles. En effet, les administrateurs disposent de peu de temps dont il serait gaspillé dans les tâches habituelles et non pas pour contrôler la gestion de l'organisation (Jensen, 1993). Enfin, des récentes études dans le contexte des pays émergents ont affirmé qu'aucune relation n'existe entre la fréquence des réunions tenues par le conseil d'administration et la structure du capital (Bhatt et Bhattacharya, 2015 ; Thakolwiroj et Sithipolvanichgul, 2019 ; Naseem, et *al.*, 2017). Ces auteurs affirment que l'efficacité des réunions du conseil est un facteur plus important pour l'entreprise que le nombre de réunions.

Nous présentons dans le tableau suivant les principaux résultats des études empiriques relatives à l'effet de la fréquence des réunions du conseil d'administration sur le niveau d'endettement de l'entreprise.

Tableau 2.9 : Principaux résultats des études précédentes d'effet de la fréquence des réunions du conseil d'administration sur le niveau d'endettement

Auteurs	Contexte	Effet
Adams et <i>al.</i> (2005)	35 pays	Positif
Bhatt et Bhattacharya, 2015	Indien	Aucun
Kamau et Basweti, (2013)	Kenyan	Négatif
Lorca et <i>al.</i> (2011)	Espagnol	Positif
Naseem et <i>al.</i> , (2017)	Pakistanaise	Aucun
Thakolwiroj et Sithipolvanichgul, 2019	Thaïlandaise	Aucun

Source : Elaboré par l'auteur

L'augmentation de la dette dans la structure du capital d'une entreprise exige un niveau de surveillance plus élevé que pour une entreprise qui prend des participations. L'exigence d'un service mensuel de la dette indique qu'une relation négative devrait exister entre les niveaux d'endettement et le nombre de réunions du conseil d'administration, ce qui est conforme à la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976).

Tout bien considéré, la revue de littérature nous a permis de conclure que le lien entre la fréquence des réunions du conseil d'administration et la structure du capital débouche sur des conclusions contradictoires. L'hypothèse est la suivante :

H8 : Il existe une relation négative entre la fréquence des réunions du conseil d'administration et la structure du capital

Conclusion de la section

À travers cette deuxième section, nous nous sommes essayés d'explorer la littérature théorique et empirique dédiée à l'analyse du lien entre la composition du conseil d'administration et la structure du capital. Cette analyse fait ressortir que les résultats qui se dégagent de l'ensemble des études empiriques réalisées semblent mitigés d'un contexte à l'autre, de la méthodologie retenue, voire selon la nature de la firme.

Ainsi, d'après cette analyse des études empiriques, il ressort qu'un conseil d'administration composé de femmes administratrices, de membres indépendants, de taille étendue et une fréquence importante de son activité seraient plus préférables pour diminuer le niveau d'endettement des entreprises.

Toutefois, un point commun entre ces études est l'adoption d'une approche disciplinaire qui mis le point sur le dirigeant comme acteur principal. Le conseil d'administration est alors considéré comme instrument de discipline des dirigeants au service des actionnaires.

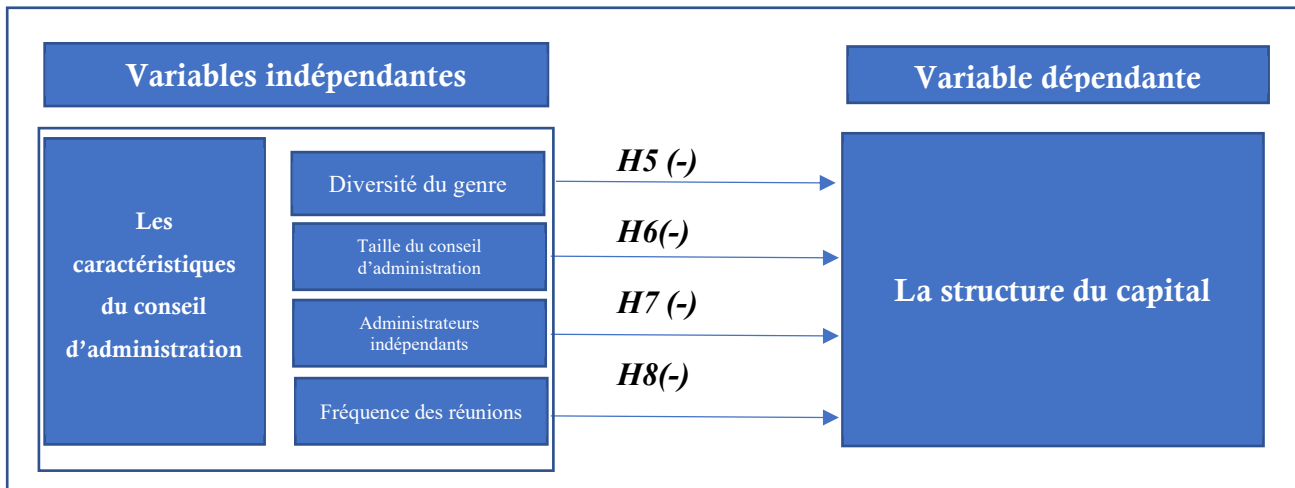
Les résultats de ces études empiriques sont dans l'ensemble contradictoires et peu concluants (voir, par exemple, Dasilas et Papasyriopoulos, (2015) ; Wanda et Fomo, (2020)) pour une synthèse sur le lien entre endettement, composition et indépendance). Ils ne suffisent pas, cependant, à exclure le rôle disciplinaire du conseil d'administration, confirmé par toutes les enquêtes (par exemple, Tarus et Ayabei, (2016) ou Berke-Berga et Dowladbekova, 2019), mais témoignent de la complexité à tester un tel mécanisme pour plusieurs raisons.

- ➔ Premièrement, le conseil d'administration n'est qu'un mécanisme particulier du système de gouvernance, il intervient, soit de façon complémentaire, soit par substitution à d'autres mécanismes internes ou externes. Ainsi, par exemple, son rôle disciplinaire est faible dans les sociétés dont la grande part du capital est dominé par la famille du dirigeant, la discipline étant assurée directement par l'actionnaire dominant (centration du capital).
- ➔ Deuxièmement, sa fonction disciplinaire peut dépasser les seules relations entre actionnaires et dirigeants pour s'étendre à d'autres parties prenantes, notamment les actionnaires institutionnels et les salariés actionnaires.

Dans ce contexte, il nous paraît alors perspicace d'examiner le rôle joué par la structure de propriété en tant que mécanisme de gouvernance susceptible d'impacter la structure du capital de l'entreprise.

Avant d'entamer la troisième section, nous présentons dans la figure suivante une synthèse des hypothèses relatives à l'impact de la composition du conseil d'administration sur la structure du capital.

Figure 2.5 : Synthèse des hypothèses relatives à la relation entre la composition du conseil d'administration et la structure du capital



Source : Elaborée par l'auteur

Section 3 : Structure de propriété et structure du capital : Revue de littérature et développement des hypothèses

Il existe de nombreux mécanismes pour motiver et/ou surveiller le comportement des dirigeants afin d'aligner leurs intérêts sur ceux des actionnaires (Rashid, 2020). Un segment important de ces mécanismes concerne la structure de propriété de l'entreprise, qui comprend quatre composantes principales associées à la gouvernance d'entreprise (Huang et *al.*, 2016).

Il existe trois principaux types de propriétés dans les sociétés marocaines cotées, à savoir la propriété de l'État, la propriété des personnes morales (c'est-à-dire les investisseurs institutionnels) et la propriété individuelle. En outre, l'actionnariat étranger et managérial joue également un rôle important dans les décisions des entreprises (Chen, et *al.*, 2011). Comme ces différents groupes de propriétaires ont des objectifs, des capacités et des incitations différents, ils sont susceptibles d'avoir une influence importante sur les choix de structure du capital des entreprises au Maroc.

La première composante de la structure de propriété concerne le degré de propriété des gestionnaires au sein de l'entreprise. Selon Rashid (2020), la propriété des gestionnaires est conforme à la rationalité économique, qui suppose que les gestionnaires s'alignent plus étroitement sur l'intérêt économique des actionnaires lorsqu'on leur propose de devenir propriétaires de l'entreprise. L'argument avancé est que les cadres ont tendance à s'abstenir de tout comportement opportuniste et à réduire les coûts d'agence lorsqu'ils détiennent des participations importantes dans l'entreprise (Rashid, 2020).

La deuxième composante de la structure de l'actionnariat concerne le degré de concentration des actionnaires au sein de la société. Selon Huang et *al.* (2016), la concentration des actionnaires donne à ces derniers des droits de contrôle et des incitations supplémentaires pour surveiller le comportement des dirigeants, puisqu'ils détiennent une participation importante dans l'entreprise.

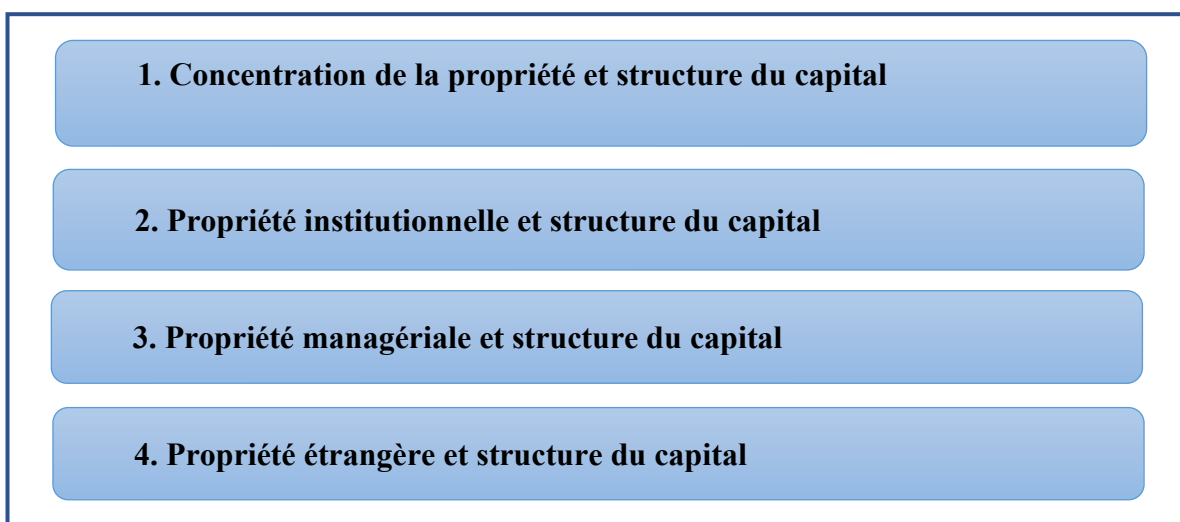
La troisième composante concerne la propriété institutionnelle. Comme l'indique Berger et *al.*, (1997), l'actionnariat institutionnel permet à l'entreprise d'avoir une meilleure réputation et, par conséquent, une plus grande capacité d'emprunt. Les arguments fondés sur la théorie de l'agence prédisent que les actionnaires institutionnels peuvent réduire les coûts d'agence en surveillant de près le comportement opportuniste de la direction (Vijayakumaran, et Vijayakumaran, 2019). Au Maroc, près de la moitié des entreprises cotées ont un actionnariat de référence institutionnel.

Enfin, et comme dernière composante qui sera présentée dans cette section, nous citons la propriété étrangère. L'expansion des activités de capital, en particulier des investisseurs étrangers, est extrêmement importante pour une économie émergente tel que le Maroc. Lorsque les investisseurs étrangers apportent des capitaux aux entreprises marocaines, en plus d'augmenter la taille du capital de l'entreprise, les investisseurs étrangers ont la possibilité de participer à la gestion de la production et des activités commerciales, ce qui peut augmenter l'efficacité de l'entreprise⁵³ (OCDE, 2002).

Bien que la structure de l'actionnariat soit un mécanisme de gouvernance d'entreprise important, il existe plusieurs incohérences dans la littérature concernant la relation entre la structure de l'actionnariat et la structure du capital.

Nous schématisons ainsi le plan de cette section comme suit :

Figure 2.6: Plan de la section 2/Chapitre 2



Source : Elaborée par l'auteur

⁵³ L'investissement direct étranger au service du développement, OCDE (2002)

3.1 Concentration de la propriété et structure du capital

La diversité des actionnaires fait référence au degré de concentration de la propriété détenue par les actionnaires au sein de l'entreprise. Théoriquement, les actionnaires majoritaires renforceraient essentiellement le pouvoir des dirigeants puisque les actionnaires minoritaires individuels n'auraient pas beaucoup d'intérêt à surveiller le comportement des dirigeants, ce qui entraînerait une augmentation de l'ampleur des problèmes d'agence (Ganguli, 2013). Dans la plupart des économies de marché, une forte concentration des actionnaires pourrait potentiellement améliorer le processus de contrôle, car une grande partie de leur richesse dépend du succès de l'entreprise (Huang et *al.*, 2016).

3.1.1 Concentration de la propriété et structure du capital : Revue de littérature

La théorie de l'agence suggère que la concentration de la propriété est un élément clé de la structure du capital d'une entreprise. C'est parce que la séparation entre la propriété et le contrôle entraîne des coûts de surveillance (Jensen, 1986). Avec une plus grande concentration de la propriété de l'entreprise, les gestionnaires et les directeurs sont plus susceptibles de prendre en compte les intérêts des grands actionnaires. Jensen et Meckling (1976) prédisent qu'une entreprise avec une plus grande concentration de la propriété peut avoir tendance à émettre moins de dettes si elle apporte plus de contrôle, car un niveau plus élevé de concentration de la propriété permet un contrôle plus efficace.

Un autre point de vue s'appuie sur la possibilité que les actionnaires majoritaires choisissent de s'associer avec le propriétaire de contrôle pour en tirer des bénéfices privés aux dépens des actionnaires minoritaires (Jabbouri, 2016). Dans cette optique, Faccio et ses collaborateurs (2001) constatent que la présence des grands actionnaires fait baisser les taux de dividende en Asie de l'Est. Les auteurs interprètent ce résultat comme la preuve que les grands propriétaires forment une coalition de contrôle pour exproprier les actionnaires minoritaires. Choi et *al.*, (2020) souligne que les grands actionnaires (par exemple, les investisseurs institutionnels) sont fortement motivés pour surveiller la gestion des entreprises, car ils bénéficient d'une surveillance active en augmentant la valeur de l'entreprise.

Attig et *al.* (2008) apportent la preuve que les coalitions entre grands actionnaires peuvent faciliter le détournement des bénéfices, ce qui se traduit respectivement par une baisse de la valeur de l'entreprise et une hausse des coûts de financement par actions. La formation d'une coalition de contrôle pour partager les bénéfices privés incite les grands actionnaires à réduire la dépendance de l'entreprise à l'égard de la dette bancaire, car ils prévoient une surveillance

accrue de la part des banques. Il est donc probable que la présence des grands actionnaires soit associée à une proportion plus faible de la dette bancaire par rapport à la dette totale.

Comme il est documenté dans le rapport de IMA de 2019 (Baromètre des rapports ESG)⁵⁴, le système de gouvernance d'entreprise au Maroc se caractérise par une forte concentration de la propriété, des entreprises contrôlées par des familles, la présence de membres de la famille dans la direction et l'absence relative d'une bonne protection des actionnaires extérieurs. Ces caractéristiques influenceront négativement sur le mode de gouvernance des entreprises cotées. Pour cette raison, nous y pensons que le contexte marocain constitue une plateforme particulièrement propice à la conduite de notre recherche pour plusieurs raisons

En effet, le fonctionnement du conseil d'administration, l'efficacité de la communication et le droit des actionnaires minoritaires seront touchés par la concentration du capital et l'étroitesse du marché, et ce malgré l'existence d'un cadre juridique (la loi sur la société anonyme 17/95) considéré comme adéquat avec les principes de base de la gouvernance d'entreprise. Les entreprises marocaines dépendent davantage du financement bancaire et leur financement interne est en baisse (Tajer, et *al.*, 2008).

3.1.2 Concentration de la propriété et structure du capital : Développement d'hypothèse

La littérature fait état de résultats mitigés concernant la relation entre la concentration de la propriété et la structure du capital (Ganguli, 2013 ; Ben-Nasr, et *al.*, (2015) ; Huang et *al.*, 2016 ; Shahzad et *al.*, 2017 ; De La Bruslerie, (2018) ; Feng et *al.*, 2020 et autres).

En appliquant une régression économétrique pour analyser les données des entreprises pakistanaises sur une période de 5 ans, Shahzad et *al.* (2017) ont trouvé une relation négative entre la concentration des actionnaires et la structure du capital, ce qui indique qu'une concentration accrue des actionnaires entraîne une diminution du levier financier utilisé par l'entreprise. Huang et *al.* (2016) ont également constaté une relation négative entre la concentration des actionnaires et la structure du capital en analysant les données de 397 entreprises chinoises sur une période de 5 ans⁵⁵.

Contrairement aux deux études précédentes, et en appliquant une régression à effet fixe pour analyser les données de 81 entreprises indiennes (Ganguli, 2013) sur une période de 5 ans, et de 119 entreprises chinoise (Feng et *al.*, 2020), ces auteurs ont constaté une relation positive entre la concentration des actionnaires et la structure du capital, ce qui indique qu'une

⁵⁴ Institut marocaine des Administrateurs. Baromètre des rapports ESG (2019)

⁵⁵ Ces auteurs ont mobilisé le conflit d'agence de type 2, à savoir le conflit principal-principal entre les actionnaires de contrôle de l'entreprise et les actionnaires minoritaires

concentration accrue des actionnaires entraîne une augmentation du levier financier utilisé par l'entreprise.

En outre, une plus grande concentration des actionnaires pourrait conduire à un contrôle plus efficace, car les actionnaires majoritaires sont davantage incités à contrôler le comportement des dirigeants que ceux qui possèdent moins d'actions.

Sur le même registre, Kim et Sorensen (1986) pour les entreprises américaines, Friedman et *al.* (2003) pour les entreprises asiatiques, Boubaker (2007) pour les entreprises françaises et Holmen et Hogfeldt (2004) pour les entreprises suédoises trouve tous des preuves d'une relation positive entre la dette et la concentration de la propriété.

Cependant, Grullon et Kanatas (2001) pour les entreprises américaines ou Brailsford et *al.* (2002) pour les entreprises australiennes conclues en faveur d'une relation non linéaire entre le contrôle et la dette, positive au début, mais devenant négative à partir d'un certain point de contrôle. Dans ce dernier cas, les actionnaires internes chercheront à éviter une perte de contrôle liée à un risque de détresse financière, ils limiteront donc le ratio d'endettement de l'entreprise.

Par ailleurs, le rôle des actionnaires contrôleurs dans les choix de financement des entreprises a été souligné par des recherches récentes. Ben-Nasr, et *al.*, (2015) et De La Bruslerie, (2018) affirment que les entreprises à forte concentration de propriété peuvent avoir des niveaux d'endettement élevés parce que leurs actionnaires de contrôle (majoritaires) ultimes ont de fortes motivations pour améliorer le contrôle⁵⁶.

Les études de Ali, (2014) et Njoku, (2017) prennent tous deux en compte l'impact de la concentration de la propriété et le type de propriété. Ali, (2014) affirme qu'une des caractéristiques des entreprises françaises cotées en bourse est que l'actionnariat l'actionnaire majoritaire dépasse de loin celle du deuxième plus grand actionnaire. Ils utilisent les participations détenues par les plus grands et les deuxièmes plus grands actionnaires pour mesurer la concentration de la propriété des entreprises françaises cotées en bourse.

Njoku, (2017) mesure la concentration de la propriété des sociétés nigériennes cotées par le pourcentage d'actions détenues par les grandes actionnaires en se référant à trois catégories de détention de la propriété :

Catégorie 1 : il n'y a pas d'actionnaire détenant plus de 25 % des actions ;

⁵⁶ L'actionnaire de contrôle ultime désigne celui qui a la participation maximale dans la liste des actionnaires qui détient généralement plus de 30 % des actions d'une société cotée en bourse (Shleifer et Vishny, 1986)

Catégorie 2 : le plus grand des actionnaires détient de 25 à 50 % des parts ;

Catégorie 3 : le plus grand actionnaire détient plus que 50%.

Leurs résultats montrent qu'une plus grande concentration de la propriété est associée à un ratio d'endettement plus élevé, tandis que le type de propriété n'a pas d'effet significatif sur les choix de structure du capital, ce qui ne confirme pas de leurs hypothèses.

Nous présentons dans le tableau suivant les principaux résultats des études empiriques relatives à l'effet de la concentration de la propriété sur le niveau d'endettement de l'entreprise.

Tableau 2.10 : Principaux résultats des études précédentes d'effet de la concentration de la propriété sur le niveau d'endettement

Auteurs	Contexte	Effet
Ali (2014)	Français	Positif
Ben-Nasr et al., (2015)	43 pays	Positif
Boubaker (2007)	Français	Positif
Ganguli (2013)	Indien	Négatif
Holmen et Hogfeldt (2004)	Suédois	Positif
Huang et al. (2016)	Chinois	Négatif
Njoku (2017)	Nigérien	Positif
Shahzad et al. (2017)	Finlandais	Négatif

Source : Elaboré par l'auteur

En juxtaposant les arguments susmentionnés et en s'appuyant sur des preuves empiriques sur les marchés émergents, où la propriété est fortement concentrée et où la qualité de la gouvernance est faible, l'hypothèse suivante peut être formulée concernant la relation concentration de la propriété et la structure du capital :

H9 : Il existe une relation positive entre la concentration de la propriété et la structure du capital

3.2 Propriété institutionnelle et structure du capital

Le terme « investisseur institutionnel » est un investisseur qui gère les fonds d'une manière professionnelle à l'intérieur d'une organisation et qui réalise des investissements au profit d'une organisation ou d'un ensemble d'organisation (Habib, 2015). Ce sont généralement : les banques, les sociétés de financement, les compagnies d'assurance, les fonds d'investissement,

les caisses de retraite, les courtiers en valeurs mobilières, les fondations et les conseils en placements.

En effet, 50 % du capital des sociétés cotées au Maroc est détenu par ce type d'investisseurs⁵⁷. Les investisseurs institutionnels gèrent d'importants fonds d'investissement et ont la possibilité d'investir des montants plus importants dans chaque forme de capital par rapport aux investisseurs individuels (OCDE, 2004) chose qui peut impacter la structure du capital de l'entreprise.

3.2.1 Propriété institutionnelle et structure du capital : Revue de littérature

Les institutionnels sont des principaux détenteurs de blocs d'actions, ce qui leur permet d'exercer des pressions considérables sur les dirigeants. Ceci est réputé sous la nomination de l'activisme institutionnel⁵⁸.

Au cours de ces dernières décennies, les investisseurs institutionnels sont devenus les principaux acteurs qui détiennent la fraction la plus importante des titres des entreprises cotées. Par ailleurs, selon le rapport *Owners of the World's Listed Companies* de l'OCDE⁵⁹ en 2017, l'actionnariat des investisseurs institutionnels représente la proportion la plus élevée des titres cotés sur les différentes places boursières internationales, soit 41% de la capitalisation boursière mondiale, l'équivalent de 31 000 milliards de dollars (De La Cruz et al., 2019). À cet égard, plusieurs chercheurs se sont intéressés à l'étude de l'impact de la présence des investisseurs institutionnels sur la performance des entreprises.

Au Maroc, la présence des investisseurs institutionnels dans le capital des entreprises, notamment cotées, a connu une forte animation durant les années 2000 lors des programmes de privatisation et de l'encouragement des entreprises à s'inscrire sur le marché boursier (Lakssoumi, 2021).

Sur le plan théorique, la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) est la principale théorie qui sous-tend les études analysant la relation entre les pourcentages d'actions détenues par les actionnaires institutionnels et l'impact de cette relation sur les principales décisions financières des entreprises. La protection du capital des actionnaires est le principal moteur de la théorie de l'Agence, qui s'appuie sur les pratiques de gouvernance d'entreprise. « *Les grands investisseurs*

⁵⁷ Baromètre des rapports ESG, Institut marocain des administrateurs, 2019

⁵⁸ Carole Monaco et Christiane Bughin, « L'activisme des investisseurs institutionnels sur la gouvernance et le mode de gestion des entreprises. Le cas de Wendel au sein du groupe Saint-Gobain », *Gestion 2000* Volume 28, no 6 (2011): 27-47, <https://www.cairn.info/revue-gestion-2000-2011-6-page-27.htm>.

⁵⁹ Owners of the World's Listed Companies. <https://www.oecd.org/corporate/ca/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.pdf>, consulter le 05/04/2021

ont la possibilité d'exercer une fonction de surveillance importante dans les systèmes de gouvernance d'entreprise qui sert de protection aux petits investisseurs pour lesquels les coûts de surveillance sont prohibitifs » (Pergola et Verreault, 2009, p. 551).

Comme indiqué précédemment, la littérature relative à la gouvernance d'entreprise établit de plus en plus l'importance des actionnaires de contrôle dans la surveillance du comportement auto-opportuniste des dirigeants, voire dans l'amélioration de l'efficacité des dirigeants. D'une manière générale, la présence d'investisseurs institutionnels, expérimentés et dotés d'une forte capacité "financière" peut avoir plusieurs avantages et des implications positives sur la vie de l'entreprise.

Brinette, et *al.*, (2021) constatent, pour une étude française, que la répartition de l'actionnariat entre le conseil d'administration et les investisseurs externes est plus importante dans les entreprises à faible croissance que dans les entreprises à forte croissance. L'endettement est un aspect important qui dépend des opportunités d'investissement auxquelles l'entreprise a accès.

Les résultats, bien qu'ils ne soient pas concluants, suggèrent que la manière dont les capitaux propres sont distribués est plus importante dans les entreprises à faible croissance que dans les entreprises à forte croissance. Le niveau élevé de propriété institutionnelle suggère que les niveaux de contrôle sont également élevés.

3.2.2 Propriété institutionnelle et structure du capital : Développement d'hypothèse

L'impact des investisseurs institutionnels sur les niveaux d'endettement dépend du niveau de surveillance exercé par les investisseurs institutionnels et de leur degré d'implication. Cependant, les actionnaires chercheront à investir dans des entreprises qui correspondent à leur niveau de risque.

Sur le plan pratique, la relation entre la structure du capital et l'actionnariat institutionnel et généralement significatif, cependant, les résultats des études précédentes sont mitigés.

Les avantages de la surveillance des flux de trésorerie et la possibilité d'accéder à diverses sources d'information et de ressources fournissent aux investisseurs institutionnels les incitations et les capacités nécessaires pour supporter les coûts de surveillance de la gestion des entreprises dans lesquelles ils détiennent une participation importante (Brinette, et *al.*, (2021). Par conséquent, le niveau d'endettement devrait augmenter en présence d'actionnaires institutionnels. Sur ce constat, et sur un échantillon d'entreprises britanniques, Sun et *al.* (2016) ont trouvé une association positive entre la propriété institutionnelle et la structure du capital.

Un contre-argument suggère que les actionnaires institutionnels peuvent se substituer au rôle disciplinaire de l'endettement dans la structure du capital et donc, prédit une relation négative entre les actionnaires institutionnels et la structure du capital (Berger et *al.*, 1997 ; Hermassi et *al.*, 2015 ; Vijayakumaran, et Vijayakumaran, 2019).

Ces recherches se sont concentrées sur l'orientation vers le risque dans les entreprises contrôlées par les propriétaires par rapport aux entreprises contrôlées par les gestionnaires. Les entreprises ayant un niveau élevé de propriété institutionnelle éviteront le risque, en choisissant d'éviter l'endettement et la surveillance associée. Alors que l'existence de la dette dans une structure de capital a pour effet de surveiller le comportement des gestionnaires et d'atténuer les problèmes d'agence.

Le rôle des investisseurs institutionnels est également un agent de surveillance important. Ces investisseurs sont supposés échapper au contrôle de l'entreprise, mais la théorie de l'agence indique que leur présence réduira les niveaux d'endettement et le comportement opportuniste des dirigeants (Nakou et Simen, 2021).

Ces résultats sont soutenus par Al-Najjar (2011) qui constate une relation négative dans les entreprises jordaniennes entre le nombre d'actions détenues par les investisseurs institutionnels et les niveaux d'endettement, ceci est conforme à la théorie de l'Agence (Jensen et Meckling, 1976). La relation négative identifiée signifie que les investisseurs institutionnels préfèrent les sociétés ayant des niveaux d'endettement élevés.

Dans la même lignée, Berger et *al.* (1997) a mis en évidence l'existence d'une relation négative entre les investisseurs institutionnels et l'effet de levier dans les entreprises américaines, en raison des niveaux plus élevés de contrôle et de la réduction des coûts d'agence.

Boubaker et *al.*, (2017) indiquent que les entreprises ayant un horizon d'investissement plus long préfèrent les dettes aux actions. Ils démontrent également que la maturité de la dette diminue avec le niveau de propriété des investisseurs institutionnels à long terme. Ces auteurs montrent également que les entreprises avec des investisseurs institutionnels, à long terme, ajustent leur structure de capital à un rythme plus lent.

Nous présentons dans le tableau suivant les principaux résultats des études empiriques relatives à l'effet de la propriété institutionnelle sur le niveau d'endettement de l'entreprise.

Tableau 2.11 : Principaux résultats des études précédentes d'effet de la propriété institutionnelle sur le niveau d'endettement

Auteurs	Contexte	Effet
Al-Najjar (2011)	Jordanise	Négatif
Hermassi et al., (2015)	Canadien	Négatif
Huang et Song (2006)	Chinois	Aucun
Muhammad Yar (2016)	Pakistanaï	Aucun
Sun et al. (2016)	Angleterre	Positif
Vijayakumaran et Vijayakumaran (2019)	Chinois	Négatif

Source : Elaboré par l'auteur

En outre, certaines études ne trouvent aucun rôle significatif pour les actionnaires institutionnelles sur les décisions de la structure du capital (Huang et Song, 2006 ; Zou et Xiao, 2006 ; Muhammad Yar, 2016).

Conformément à la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976), le Maroc devrait suivre les études qui trouvent une relation négative entre la propriété institutionnelle et les niveaux d'endettement : compte tenu des arguments ci-dessus, nous proposons de tester l'hypothèse suivante :

H10 : Il existe une relation négative entre la propriété institutionnelle et la structure du capital

3.3 Propriété managériale et structure du capital

La propriété managériale (l'actionnariat managérial) fait référence au pourcentage de propriété détenue par les salariés dirigeants au sein de l'entreprise. L'actionnariat managérial est un phénomène qui a connu un essor important depuis les trois dernières décennies (Gharbi, 2005) et qui a suscité un intérêt considérable, tant chez les chercheurs que chez les praticiens et les politiques. Labadi, (2011) souligne, à ce titre, que la propriété managériale est la forme de participation au capital la plus intéressante puisqu'elle aboutit au cumul de deux qualités différentes : la qualité d'employé d'entreprise, caractérisée par un lien de dépendance, et celle de propriétaire d'une fraction du capital de l'entreprise.

3.3.1 Propriété managériale et structure du capital : Revue de littérature

Théoriquement, le fait de donner gestionnaires la propriété de l'entreprise devrait aligner ses intérêts sur ceux des actionnaires, ce qui réduirait en fin de compte les coûts d'agence. La théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) est la principale théorie à la base des études qui analysent la relation entre les pourcentages d'actions détenues par les salariés dirigeants et l'impact de ces pourcentages sur les principales décisions financières des entreprises.

Les coûts d'agence sont créés par le processus qui consiste à essayer de réduire le conflit d'intérêts entre les actionnaires et les gestionnaires ayant des objectifs différents. L'une des solutions pour réduire ces coûts est que les dirigeants, aient des actions de la société dans le cadre de leur rémunération (Tajer, et *al.*, 2021).

➔ L'actionnariat est considéré comme une solution pour atténuer les coûts d'agence et aligner les objectifs des deux parties.

La présence de dettes dans la structure du capital de l'entreprise encourage les gestionnaires à devenir plus efficaces, réduisant ainsi la menace de faillite, et par conséquent les gestionnaires évitent la perte de contrôle et la perte de leur réputation (Mard, et *al.*, 2016). L'équilibre entre la dette et les capitaux propres nécessite une gestion prudente, alors qu'une structure du capital contenant trop de dettes peut augmenter les coûts d'agence de la dette sous la forme d'une incitation au transfert des risques⁶⁰.

L'augmentation des niveaux d'endettement de l'entreprise peut accroître le risque de faillite. Ainsi que les niveaux élevés de propriété managériale peuvent entraîner des problèmes de retranchement⁶¹, si les administrateurs détiennent un intérêt managérial dans la société (Huang et *al.*, 2016).

Notre étude s'ajoute à ce débat en analysant l'impact de la propriété managériale sur la structure du capital. En effet, les recherches empiriques sur l'actionnariat des salariés-dirigeants sont beaucoup moins nombreuses et il existe des différences d'un pays à l'autre quant à la manière dont les entreprises sont structurées et donc quant à l'importance dans la présence des actionnaires dirigeants dans la prise des décisions liées à la structure du capital de l'entreprise.

⁶⁰ Le transfert de risque se produit dans des situations où les entreprises augmentent leur niveau d'endettement, où les actionnaires augmentent également leur niveau de risque, et où l'adoption de projets plus risqués par les entreprises est privilégiée.

⁶¹ Cela peut entraîner l'échec des activités de vote et de prise de contrôle.

3.3.2 Propriété managériale et structure du capital : Développement d'hypothèse

La littérature présente des résultats mitigés concernant la relation entre la propriété managériale et la structure du capital (Huang et *al.*, 2016 ; Sun, et *al.*, 2016 ; Uddin et *al.*, (2019) ; Faysal, et *al.*, 2020).

- **Des relations positives :**

En appliquant une régression multiple pour analyser les données de 397 entreprises chinoises sur une période de 5 ans, Huang et *al.* (2016) ont trouvé une relation positive entre la propriété managériale et le niveau d'endettement de l'entreprise, ce qui indique que les dirigeants utilisent davantage de leviers financiers, car ils détiennent plus de parts dans l'entreprise. Sun et *al.* (2016) ont également constaté une relation positive en analysant des entreprises du Royaume-Uni sur une période de 15 ans. Cependant, cette relation est devenue négative lorsque la propriété managers était extrêmement élevée. L'étude récente de Uddin et *al.*, (2019) révèle que la propriété managériale est parmi les principaux déterminants de la gouvernance d'entreprise sur la prise de décision en matière d'endettement au Bangladesh.

Ces relations positives trouvées par ces auteurs pourraient impliquer l'une des deux choses suivantes :

- ➔ Premièrement, offrir aux managers une plus grande participation dans l'entreprise ne constituerait pas un mécanisme efficace, car ils augmenteraient leur levier financier à mesure qu'ils acquièrent plus de bénéfices (Huang et *al.*, 2016).
- ➔ Deuxièmement, une augmentation de la propriété des managers pourrait entraîner une diminution du coût de la dette, ce qui pourrait expliquer le recours à un financement par emprunt plus important, car l'endettement serait encore moins coûteux par rapport aux capitaux propres (Sun et *al.*, 2016).

- **Des relations négatives :**

Une étude de Chen et Steiner (1999) établit un lien entre les niveaux de risque et l'actionnariat des dirigeants, l'étude trouve un effet de contrôle de substitution entre l'actionnariat des dirigeants et la politique d'endettement. La dette est considérée comme plus risquée que les capitaux propres, ce qui indique une relation négative entre la propriété managériale et les niveaux d'endettement.

D'autre part, dans un contexte institutionnel différent, celui du marché émergent, en appliquant une régression économétrique pour analyser les données des entreprises pakistanaises sur une

période de 5 ans, Muhammad Yar (2016) a trouvé une relation négative entre la propriété des cadres et la structure du capital, ce qui indique que les cadres utilisent moins de leviers financiers, car ils détiennent plus de parts dans l'entreprise. Shoaib et Yasushi (2015) et Bulathsinalage et Pathirawasam (2017) ont également constaté une relation négative entre la propriété managériale et la structure du capital en appliquant une régression à effets fixes, respectivement, aux entreprises pakistanaises et sri-lankaises sur une période de cinq ans. Cependant, cette relation formait une forme de *U* inversé si les managers détenaient une participation importante dans l'entreprise. Cette inversion indiquerait que :

- ➔ Le fait de donner aux managers une plus grande part de propriété dans l'entreprise serait productif jusqu'à un certain pourcentage de propriété, à partir duquel l'augmentation de leur participation pourrait avoir des conséquences négatives parce qu'ils deviennent propriétaires majoritaires.

Dans les sociétés Tunisiennes, Romdhane (2015) constate que la propriété managériale a une relation négative avec le ratio d'endettement indiquant que l'accroissement de la part des dirigeants les incite à réduire les niveaux d'endettement.

Enfin, dans une récente étude réalisée par Faysal, et *al.*, (2020), portant sur la période 2012-2017, montrent que les dirigeants possédants entre 12% et 40% d'actions ont un impact négatif sur le niveau d'endettement.

- **Des relations négatives : Effet d'enracinement**

Conformément à la théorie de l'enracinement, l'accroissement du pourcentage de capital détenu par les dirigeants est synonyme de leur enracinement. Ces derniers, possédant suffisamment de droits de vote, peuvent l'utiliser pour accroître leur pouvoir sur les autres parties prenantes et influencer le choix de financement. En ce sens, nombreuses sont les études qui ont souligné l'existence d'un seuil de détention au-delà duquel l'effet de la propriété managériale sur la structure du capital est négatif puisque l'effet de l'enracinement l'emporte sur celui de la convergence des intérêts (Farooqa, et *al.*, 2021).

Ces résultats sont concordants avec d'autres études qui affirment que lorsque l'actionnariat managérial augmente, les dirigeants ont tendance à réduire les dettes afin de réduire leur propre risque.

- **Des relations neutres**

En outre, Taga (2017), et en utilisant la théorie d'agence comme base théorique, a constaté que les décisions de financement sont indépendantes de la propriété managériale, ce qui indique qu'il n'y a pas de relation entre la propriété des managers et la structure du capital. En appliquant l'analyse descriptive aux sociétés roumaines sur une période de 9 ans, Taga (2017) démontre que les sociétés familiales ont utilisé approximativement le même montant de financement par emprunt, en moyenne, que les sociétés non familiales. Cela pourrait indiquer que les entreprises familiales ont mis en place de meilleurs systèmes de gouvernance d'entreprise et ont de meilleurs contrôles de l'utilisation des fonds empruntés.

Nous présentons dans le tableau suivant les principaux résultats des études empiriques relatives à l'effet de la propriété institutionnelle sur le niveau d'endettement de l'entreprise.

Tableau 2.12 : Principaux résultats des études précédentes d'effet de la propriété institutionnelle sur le niveau d'endettement

Auteurs	Contexte	Effet
Bulathsinghalage et Pathirawasam (2017)	Sri-lankais	Négatif
Faysal, et al., (2020)	Iranien	Négatif
Huang et al. (2016)	Chinois	Positif
Muhammad Yar (2016)	Pakistanaï	Négatif
Romdhane (2015)	Tunisien	Négatif
Shoib et Yasushi (2015)	Pakistanaï	Négatif
Sun et al. (2016)	Angleterre	Positif
Taga (2017)	Romanien	Aucun
Uddin et al., (2019)	Bangladesh	Positif

Source : Elaboré par l'auteur

Conformément à la théorie de l'enracinement et aux études précédemment décrits, une relation négative est attendue dans cette étude. Les niveaux plus élevés de propriété managériale permettent à l'enracinement managérial de se produire, et donc y aura un impact sur les niveaux d'endettement des entreprises.

Ces considérations théoriques pourraient s'appliquer à notre terrain d'observation qui porte sur les sociétés marocaines cotées ce qui nous amène à formuler l'hypothèse de recherche suivante:

H11 : Il existe une relation positive entre le nombre d'actions détenues par les salariés dirigeants et la structure du capital

3.4 Propriété étrangère et structure du capital

L'investissement étranger est important pour la plupart des économies, car il peut jouer un rôle vital dans les pays en développement. En plus de ses avantages au niveau macroéconomique, ses retombées et ses avantages affectent le niveau de l'entreprise ainsi que le financement des entreprises (Krkoska, 2001). L'investissement direct étranger (IDE) est défini comme la propriété directe ou indirecte de 10% ou plus des droits de vote d'une entreprise dans une économie étrangère (OCDE, 2008). Une propriété étrangère est considérée comme une bonne source de financement pour les entreprises, on pense donc que la propriété étrangère peut affecter la structure du capital de l'entreprise.

3.4.1 Propriété étrangère et structure du capital : Revue de littérature

Les entreprises à capitaux étrangers présentent trois avantages principaux :

- ➔ Premièrement, l'importance de la participation étrangère peut entraîner une représentation au conseil d'administration.
- ➔ Deuxièmement, l'avantage clé de l'investissement étranger dépend du niveau de propriété. S'il est suffisant, il peut apporter l'indépendance et l'objectivité à une entreprise, un aspect clé que la gouvernance d'entreprise a été créée à l'origine pour atteindre ce but.
- ➔ Troisièmement, il peut avoir un impact positif sur l'effet informationnel. La convergence vers les IFRS permet une meilleure comparabilité.

L'introduction d'Internet et la possibilité d'assister aux réunions du conseil d'administration sans être physiquement présent ont permis aux investisseurs étrangers de ne plus avoir à surveiller leur investissement. Cependant, les implications pour les actionnaires existants peuvent être perçues de manière négative, avec une réduction de leur richesse et des préoccupations concernant la stabilité.

Comme on pense que la propriété joue un rôle important dans les économies émergentes (Tanui, et al., 2019), de nombreux pays ont ouvert leurs marchés de capitaux pour attirer les investisseurs étrangers. Cela peut être observé au Maroc par l'évolution de la concentration de la propriété étrangère dans les entreprises cotées à la Bourse de valeurs de Casablanca, et ce grâce à l'harmonisation du cadre juridique avec les normes internationales qui s'inscrit dans le cadre de les efforts du gouvernement marocain pour attirer les investisseurs étrangers et faire en sorte que les entreprises marocaines puissent relever les défis découlant des accords de libre-échange et de la concurrence internationale.

De sa part, l'étude Du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM), en 2011⁶², a démontré que 66% des sociétés cotées au Maroc sont détenues par des actionnaires dépassant les 50% de parts de capital ; dont 22% sont des investisseurs majoritaires étrangers. La propriété étrangère des entreprises locales au Maroc a augmenté au cours de la dernière décennie, en raison des nouvelles politiques qui promeuvent le Maroc comme un pays avec un environnement commercial avancé et un investissement distinct avec une base diversifiée d'opportunités d'investissement⁶³.

Sur le plan théorique, la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) est la principale théorie sous-jacente aux études qui analysent la relation entre les pourcentages d'actions détenues par les investisseurs étrangers et l'impact de ces pourcentages sur les principales décisions financières des entreprises. L'obligation d'émettre des actions au lieu de dettes n'est pas conforme à la théorie de financement hiérarchique (Myers et Majluf, 1984), et est considérée comme l'option la plus coûteuse. L'impact de la propriété étrangère sur la structure du capital d'une entreprise est l'augmentation de l'accès de l'entreprise aux fonds externes à des conditions plus favorables, ce qui entraîne une baisse du coût de la dette (Gurunlu et Gursoy, 2010).

Khasawneh, et *al.*, (2017) notent à cet égard que les investisseurs étrangers cherchent à imposer des règles de gestion dans les entreprises où ils ont investi. Leurs objectifs revêtent donc deux dimensions, financière et actionnariale : d'un côté, la propriété étrangère : Développement des hypothèses maximiser la valeur actionnariale, de l'autre, organiser un système de contrôle externe destiné à inciter les dirigeants à satisfaire les objectifs des actionnaires.

Supposés alors garantir une bonne gouvernance d'entreprise, ces actionnaires étrangers adoptent de plus en plus une attitude activiste et exercent une pression sur les entreprises notamment pour assurer une structure du capital optimal qui préservera la valeur de l'entreprise.

⁶² <https://www.ammc.ma/sites/default/files/Rapport%20annuel%20CDVM%202011%20-%20VF.pdf>. Consulter le 12/12/2021

⁶³ À fin 2020, la part de la capitalisation boursière détenue par les étrangers s'est élevée à 31,85%, demeurant ainsi quasiment au même niveau que l'année 2019 (31,94%). Rapport sur étranger en instruments financiers, 2020

3.4.2 Propriété étrangère et structure du capital : Développement d'hypothèse

Dans cette étude, la propriété étrangère est définie comme le pourcentage d'actions détenues par des actionnaires étrangers. Sur le plan empirique, il existe deux points de vue différents sur la relation entre l'investissement étranger et la structure du capital :

- ➔ Le premier point de vue est que l'investissement étranger est capable d'exercer une influence positive sur le niveau d'endettement d'une entreprise,
- ➔ Le deuxième point de vue est représenté par des études récentes menées dans le contexte des marchés émergents et qui ont révélé que la dette à long terme est négativement associée à la propriété étrangère (Vijayakumaran et Vijayakumaran, 2019).

- **Relations négatives :**

Une étude précédente sur les entreprises polonaises cotées en bourse a trouvé une relation positive. Une deuxième étude portant sur des pays européens confirme cette relation positive (Egger et *al.*, 2010), toutefois, elle attribue la raison de cette relation positive à la structure de la fiscalité des entreprises. L'avantage de la diversification que crée la propriété étrangère est en mesure de réduire les coûts de faillite, et une entreprise peut contracter des niveaux d'endettement plus élevés.

Dans ce contexte, Gurunlu et Gursoy (2010), Meah (2019) et Vijayakumaran et Vijayakumaran (2019) ont mené des recherches sur l'influence de la propriété étrangère sur la structure du capital des entreprises non financières, ces auteurs ont constaté que la propriété étrangère est liée négativement à l'endettement à long terme. Ils montrent également qu'une participation étrangère élevée limite l'effet de levier d'une entreprise, car les entreprises à effet de levier ont tendance à être plus risquées en cas de défaillance et les investisseurs étrangers sont conscients de cette préoccupation⁶⁴.

En outre, Tamimi (2011) examine les effets de la propriété étrangère sur la structure du capital dans le contexte des économies émergentes et constate que la propriété étrangère est liée négativement à l'endettement total et à court terme basé sur la valeur comptable des actifs et la valeur de marché des capitaux propres, démontrant que les entreprises avec des participations étrangères deviennent moins dépendantes du financement externe.

De sa part, Pandey (2004), en utilisant des données des entreprises malaisienne cotées, constate qu'il existe une relation négative et significative entre le ratio d'endettement total et la structure

⁶⁴ Le rôle de surveillance efficace de la propriété étrangère est également documenté dans l'étude de Khasawneh, et *al.*, (2017).

de propriété. Sur la même ligne, Kocenda et Svejnar, (2002) rapportent une relation négative entre la propriété par des investisseurs étrangers et le taux d'endettement des entreprises de l'échantillon. La récente étude de Zaid et *al.*, (2020) soutient ces résultats et trouvent une relation négative et significative entre la propriété étrangère et l'endettement.

- **Relations positives**

En revanche, il existe une perspective selon laquelle l'actionnariat étranger peut avoir une influence positive sur l'emprunt (Hoang et *al.*, 2021), et ce parce que, d'après ces auteurs, les entreprises à participation étrangère sont plus performantes que les entreprises à participation nationale. Dans ce contexte, (Hoang et *al.*, 2021) affirment que les entreprises à capitaux étrangers affichent en moyenne un ratio d'endettement nettement plus élevé que leurs homologues à capitaux nationaux dans le pays d'accueil. En outre, Bhabra et *al.* (2008) trouvent également une relation positive entre la propriété étrangère et l'effet de levier dans une étude réalisée sur les entreprises chinoises cotées en bourse entre 1992 et 2001.

- **Relations neutres**

Enfin, certaines études s'accordent à dire qu'il n'y a pas de relation entre les investisseurs étrangers et la décision de financement des entreprises. La raison est que les propriétaires étrangers ne souhaitent peut-être que diversifier leurs investissements et se concentrent donc souvent sur l'efficacité à court terme, et les impacts de leur existence sur les structures de capital sont donc limités. À titre d'exemple, Huang et Song (2002) ont démontré que la structure de propriété n'a pas d'impact significatif sur la structure du capital de l'entreprise. Ce constat a été aussi démontré par Zou et Xiao (2006) qui trouvent que la propriété étrangère n'a pas d'impact significatif sur l'effet de levier. En particulier, sur les marchés boursiers instables et sous-développés, les investisseurs institutionnels étrangers peuvent ne pas s'impliquer dans les décisions de financement des entreprises cibles, car leur participation peut ne représenter qu'une très faible proportion de l'ensemble de leur portefeuille.

Nous présentons dans le tableau suivant les principaux résultats des études empiriques relatives à l'effet de la propriété étrangère sur le niveau d'endettement de l'entreprise.

Tableau 2.13 : Principaux résultats des études précédentes d'effet de la propriété étrangère sur le niveau d'endettement

Auteurs	Contexte	Effet
Gurunlu et Gursoy (2010)	Turquie	Négative
Hoang (2021)	Vietnamien	Positive
Huang et Song (2002)	Chinois	Aucun
Kocenda et Svejnar (2002)	Tchèques	Négative
Meah, (2019)	Bangladesh	Négative
Pandey (2004)	Malaisien	Négative
Tamimi (2011)	Jordanien	Négative
Zaid et al., (2020)	Palestinien	Négative
Zou et Xiao (2006)	Chinois	Aucun

Source : Elaboré par l'auteur

La présence d'investisseurs étrangers dans la structure de propriété de l'entreprise est considérée comme une bonne source de financement pour les entreprises, on s'attend donc à ce que la propriété étrangère puisse influencer les décisions de structure du capital de l'entreprise (Gurunlu et Gursoy, 2010). En accord avec ces raisonnements, nous nous attendons à ce que la relation soit négative entre la propriété étrangère et la structure du capital.

L'hypothèse est la suivante :

H12 : *Il existe une relation négative entre le pourcentage d'action détenu par les investisseurs étrangers et la structure du capital*

Conclusion de la section

La structure de propriété conduit à l'émergence d'un nouveau conflit d'agence opposant les actionnaires de contrôle aux actionnaires minoritaires. Ainsi, dans un marché, tel que le marché marocain, réputé par une forte concentration du capital, cette dernière peut avoir une influence sur les décisions financières et la structure du capital.

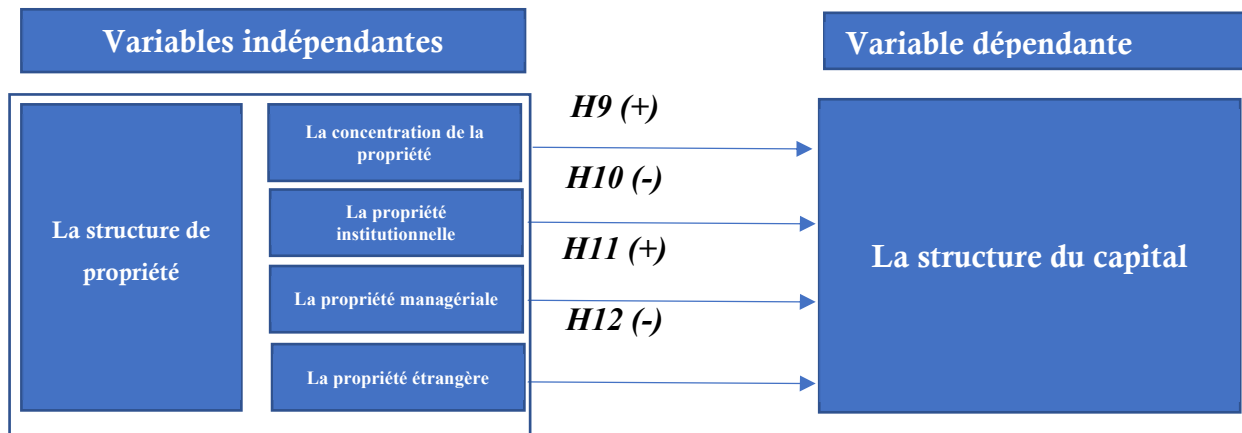
Les investisseurs institutionnels dans le contexte marocain gèrent d'importants fonds d'investissement et ont la possibilité d'investir des montants plus importants dans chaque forme de capital par rapport aux investisseurs individuels, et ils sont généralement des actionnaires à forte participation dans le capital des entreprises cotées en BVC, ce qui leur donne un rôle grandissant dans la discipline des actionnaires de contrôle et des dirigeants, et le contrôle de leurs actions en termes de décisions financières. De ce fait, la littérature empirique a démontré une relation négative entre la présence de ce type d'investisseurs et la structure du capital.

L'approche partenariale de la gouvernance a conduit à une vision différente de la structure de l'actionnariat qui doit désormais intégrer d'autres parties prenantes, en l'occurrence les salariés. Ainsi, compte tenu de leur double casquette, nous pensons que les salariés actionnaires sont à même d'assurer un contrôle efficace des comportements des dirigeants et, par conséquent, optimiser la structure du capital de l'entreprise.

Enfin, une propriété étrangère est considérée comme une bonne source de financement pour les entreprises, on pense donc que la propriété étrangère peut affecter la structure du capital de l'entreprise. Cette constatation est soutenue par les travaux empiriques analysés dans la présente section, dont on se retrouve par le fait que la présence des investisseurs étrangers impact négativement la structure du capital.

La figure suivante présente une synthèse des hypothèses relatives à la relation entre la structure de propriété et la structure du capital.

Figure 2.7 : Synthèse des hypothèses relatives à la relation entre la structure de propriété et la structure du capital



Source : Elaborée par l'auteur

Conclusion du deuxième chapitre

Ce chapitre nous a permis de présenter notre modèle conceptuel ainsi que les propositions de recherche qui illustrent les relations entre les différents concepts du modèle. La combinaison de trois mécanismes de gouvernance (à savoir les caractéristiques du PDG, la composition du conseil d'administration et la structure de la propriété) nous a conduit à combler un gap dans la littérature et par conséquent, à assurer une contribution majeure remplissant par voie de conséquence, l'objectif primordial de la présente thèse.

Nous avons fait un choix réfléchi de nous référer à une abondante littérature aussi bien théorique qu'empirique afin d'étendre notre registre d'analyse. L'objectif étant de minimiser le risque de ne pas bien apercevoir les relations entre les variables étudiées. Ce choix réfléchi est de nature à nous aider à mieux répondre à la problématique de recherche et les questions sous-jacentes par le biais des hypothèses falsifiables formulées tout au long de ce chapitre.

En revanche, les travaux empiriques qui ont porté sur la relation entre la gouvernance d'entreprise et la structure du capital présentent des résultats divergents que ça soit par rapport à leurs mesures de gouvernance et leur impact sur la structure du capital de l'entreprise ou aux contextes de recherche.

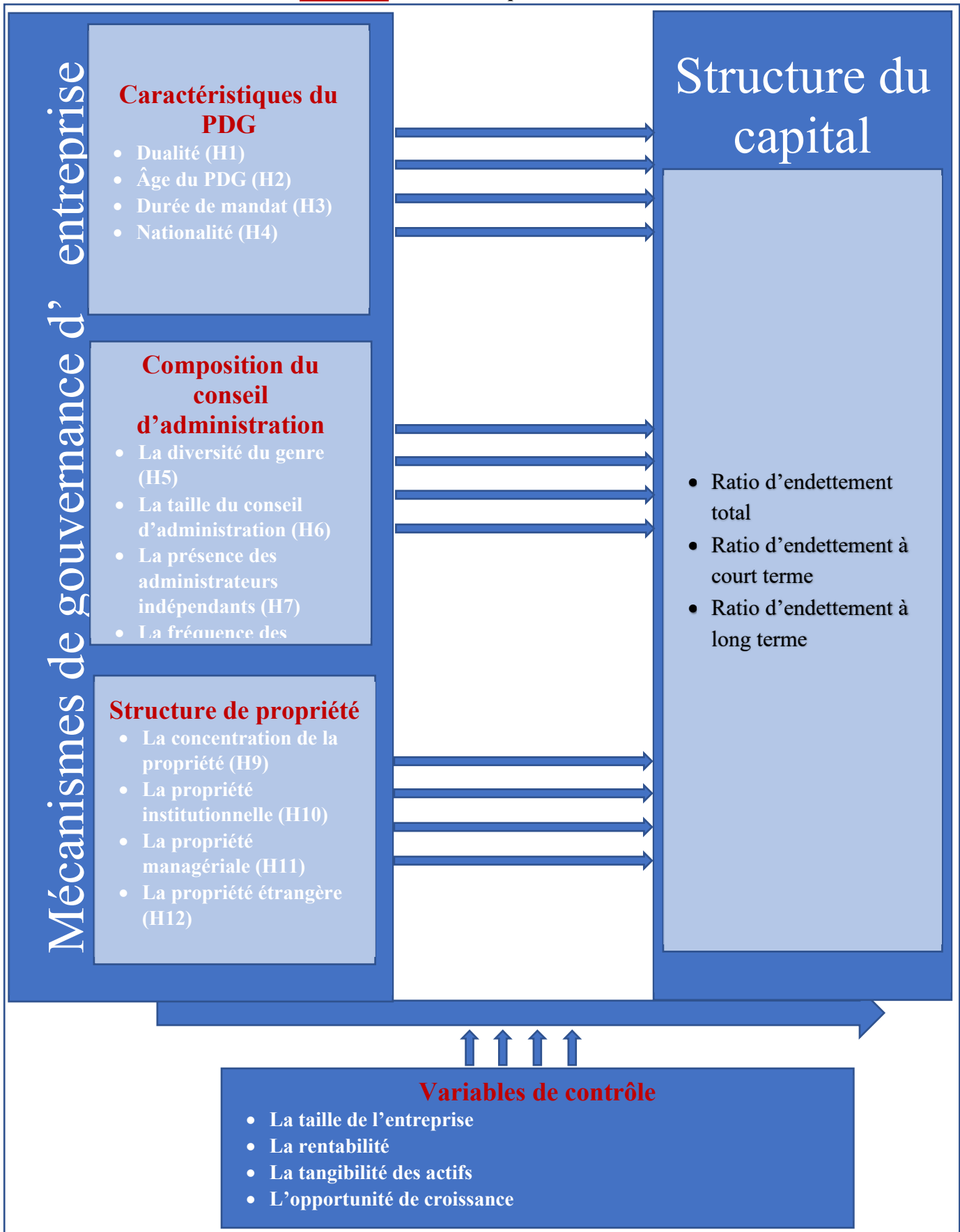
Ainsi, les hypothèses constituant l'épine dorsale de notre modèle conceptuel (qui sont au nombre de 12) sont synthétisées dans le tableau suivant tandis que le cadre de recherche illustrant ces propositions est présenté dans la figure 2.8.

Tableau 2.14 : Corps des hypothèses.

Mécanisme de gouvernance	Hypothèse	Critère de gouvernance	Effet envisagé
Les caractéristiques du PDG	H1	La dualité du PDG	+
	H2	L'âge du PDG	-
	H3	La durée du mandat du PDG	-
	H4	La nationalité du PDG	-
La composition du conseil d'administration	H5	Le pourcentage de femme	-
	H6	La taille du conseil d'administration	-
	H7	La présence des administrateurs indépendants	-
	H8	La fréquence des réunions	-
La structure de propriété	H9	La concentration de la propriété	+
	H10	La propriété institutionnelle	-
	H11	La propriété managériale	+
	H12	La propriété étrangère	-

Dans le modèle conceptuel proposé, nous avons articulé les concepts nécessaires pour répondre à la problématique de recherche. D'autre part, les propositions de recherche ont été succinctement présentées, traduisant une première étape pour répondre à la problématique de recherche.

Figure 2.8 : Cadre conceptuel de la recherche



Source : Elaborée par l'auteur



**Chapitre 3 : Conception de la recherche,
méthodologie et description des données**

Introduction du troisième chapitre

Thiétart (2014 : p14) considère que « Tout travail de recherche repose sur une certaine vision du monde, utilise une méthodologie, propose des résultats visant à comprendre, expliquer, prédire ou transformer ». Cela permet de contrôler la démarche de son déroulement et d'augmenter la légitimité et la validité des connaissances produites et par conséquent de faire avancer les concepts théoriques dans les sciences de management.

Dans ce contexte, et après avoir exposé dans les deux premiers chapitres les approches théoriques mobilisées et les propositions de recherche formant notre modèle conceptuel, nous allons maintenant entamer la phase de la confrontation empirique de nos énoncés. De ce fait il est nécessaire de faire une attention toute particulière sur le choix de la posture épistémologique et de la démarche méthodologique. C'est une étape cruciale et indispensable pour tout chercheur. Ce choix n'est pas dû au hasard ou à la libre volonté du chercheur, mais il est dû à plusieurs facteurs dont notamment la bonne maîtrise de ce qu'est l'épistémologie et ses courants, de ce qu'est la méthodologie et ses méthodes quantitatives et qualitatives, ainsi principalement de ce qu'est la question de recherche.

Notre question de recherche tourne autour de l'impact des mécanismes internes de la gouvernance d'entreprise sur la structure du capital. Dans le précédent chapitre, nous avons élaboré notre modèle conceptuel de recherche. Ce modèle est basé sur un ensemble d'hypothèses théoriques qui seront testées empiriquement. Ceci dit que nous nous sommes amenés, de façon inéluctable, à réaliser des choix méthodologiques, qui méritent d'être explicités.

Pour ce faire, nous allons exposer, dans la première section du présent chapitre, les choix méthodologiques adoptés pour assurer le bon déroulement de la recherche et donner une valeur aux connaissances issues du processus de leur production. À cette fin, une description détaillée du protocole de recherche entreprise a été mise en évidence dans le cadre de la première section. Cette dernière contient une présentation détaillée de notre paradigme épistémologique, notre mode de raisonnement, notre dispositif méthodologique et le design de notre recherche.

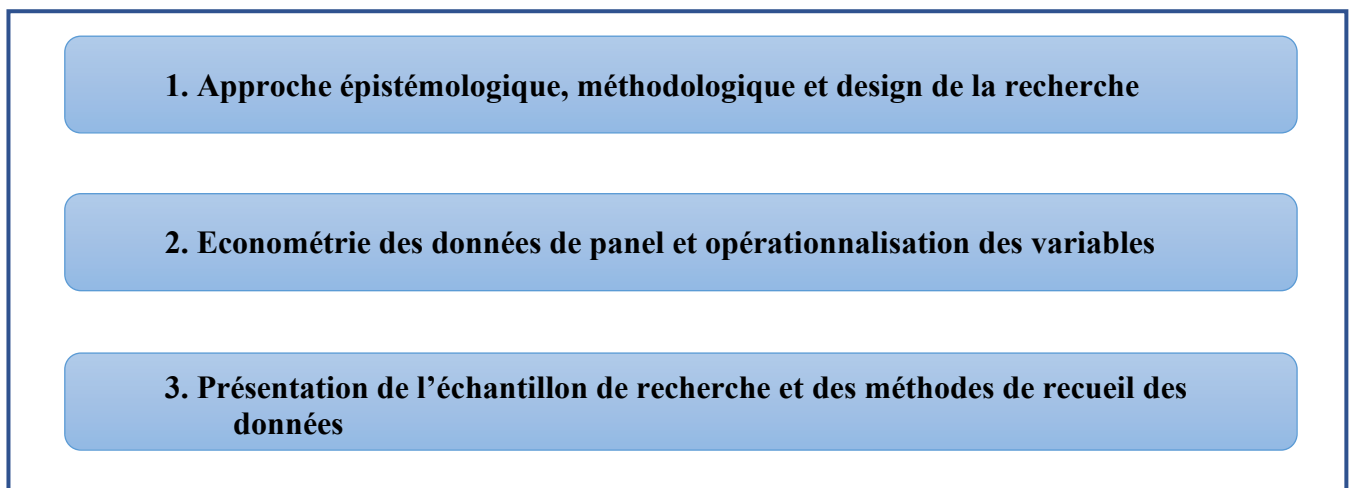
Ensuite, lors de la deuxième section, nous allons présenter tout d'abord l'approche quantitative de l'étude et l'économétrie des données de panel, nous nous serons en mesure aussi de distinguer et de présenter l'opérationnalisation des variables dépendantes ou à expliquer (structure du capital), les variables indépendantes ou explicatives (mécanismes de gouvernance

d'entreprises) et les variables de contrôles. Puis nous allons présenter l'utilité de la deuxième démarche qualitative. La présentation des modèles empiriques de régression et les tests de spécifications seront ensuite abordés en deuxième lieu.

Enfin, la dernière section aura pour objectif l'exposition de l'échantillon de recherche, qui fera l'objet de l'étude statistique, la source des données et une analyse descriptive catégorisée par mécanismes de gouvernance.

Rappelons que cette recherche s'inscrit dans le cadre d'un protocole de recherche explicatif, adoptant dans un premier temps une étude quantitative qui vise à tester empiriquement nos hypothèses de recherche par le biais des outils mathématiques et statistiques et une deuxième démarche qualitative complémentaire, visant à enrichir l'analyse et l'interprétation de nos résultats quantitatifs.

Figure 3 : Plan du chapitre 3



Source : Elaborée par l'auteur

Section 1 : Approche épistémologique, méthodologique et design de la recherche

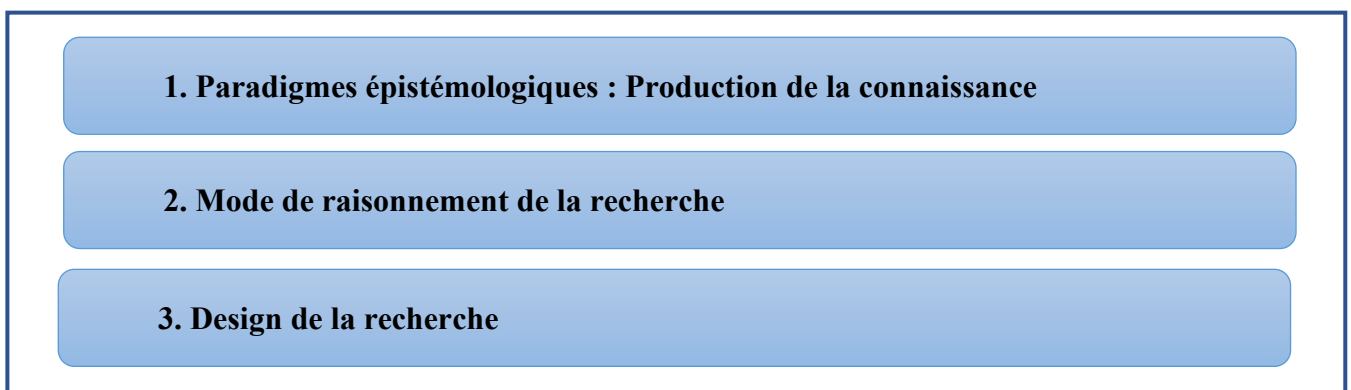
La question méthodologique s'impose naturellement au chercheur dans la mesure où le processus scientifique vise à produire une connaissance objective de la réalité observée. La méthodologie empirique consiste à connecter le théorique au terrain. Il est question de stratégies opératoires qui permettent de relier les aspects théoriques et le recueil de données par des choix méthodologiques.

L'enjeu d'adopter une posture épistémologique consiste à témoigner de l'identité scientifique du travail de recherche et des connaissances. Cette posture nous dote de paradigmes et de jalons régulateurs du processus de la recherche afin d'orienter et de guider notre démarche pour assurer sa cohérence et sa rigueur. En outre, toute recherche scientifique a besoin d'un plan de travail ou d'une structure avant d'entamer la collecte des données, d'où le besoin de mettre en place un design de recherche. Ce dernier n'est autre que la posture épistémologique qui définit le statut de la relation entre le chercheur et ce qui peut être connu (Mbengue, 2000). Le design détaille les étapes nécessaires pour atteindre l'objectif de la recherche et s'assurer que les résultats obtenus permettent de répondre aussi clairement que possible à la question de recherche principale.

Afin de détailler le corpus global de notre démarche empirique, nous allons définir, de prime abord, notre positionnement épistémologique, puis nous allons présenter la méthodologie de notre recherche. Enfin, nous allons exposer le design de la recherche dont le but est de s'assurer que les résultats obtenus permettent de répondre aussi clairement que possible à la question de recherche principale.

Nous schématisons ainsi le plan de cette section comme suit :

Figure 3.1 : Plan de la section 1/chapitre 3



Source : Elaborée par l'auteur

1.1 Paradigmes épistémologiques : Production de la connaissance

L'épistémologie peut être définie comme étant la philosophie de la connaissance, ou la critique de la *received view*⁶⁵ de cette dernière et de ses théories dominantes. Elle se consacre à une réflexion sur le « réel » en se distinguant ainsi de la métaphysique qui se consacre à une réflexion sur la réalité. Selon Thomas Cohen (1996), l'épistémologie correspond au retour critique de la connaissance sur elle-même, sur son objet et sur ses conditions de formation et de légitimité. Elle peut également être définie comme étant la philosophie de connaissance, la théorie des sciences ou encore comme la théorie de la connaissance et constitue une base de chaque processus de conceptualisation.

Wacheux (1996) avance que le questionnement épistémologique, « c'est simplement pouvoir à tout moment légitimer sa recherche sur le phénomène étudié ». Dans la même lignée, Girod-Séville et Perret (2003) souligne que « la réflexion épistémologique s'impose à tout chercheur soucieux d'effectuer une recherche sérieuse, car elle permet d'asseoir la validité et la légitimité de la recherche »⁶⁶. Tout chercheur se doit alors de spécifier sa position à l'égard de son objet de recherche, c'est-à-dire effectuer des choix épistémologiques.

Selon Gavard-Perret et *al.*, (2012), l'épistémologie tente de répondre aux trois questions suivantes :

- Qu'est-ce que la connaissance ?
- Comment elle est élaborée ?
- Comment justifier le caractère valable d'une connaissance ?

Les réponses apportées sont inspirées de trois grands paradigmes épistémologiques usuellement essentiels : le paradigme positiviste, le paradigme interprétativiste et le paradigme constructiviste.

Définir sa posture épistémologique, c'est déterminer sa vision du réalisme et du processus de la production de la connaissance. Autrement dit, il s'agit de se positionner sur la façon dont se produit la science.

Les réflexions sur la connaissance scientifique et ce qu'on peut qualifier comme relevant de la science se scindent en deux principaux courants, un courant rationaliste qui stipule que la

⁶⁵ Vision reçue des sciences.

⁶⁶ Girod-Séville M., Perret V. (2003), « Fondements épistémologiques de la recherche », Méthodes de recherche en management, sous la dir. de Thietart R.-A., 2e édition, Paris : Dunod, p. 13.

connaissance scientifique est le produit de la raison et un courant empirique qui précise que la connaissance scientifique est la résultante de l'expérimentation.

La notion de paradigme a eu une importance considérable depuis la publication de l'ouvrage de Thomas S. Kuhn en 1962, intitulé « The structure of Scientific Revolution ». Selon l'auteur, un paradigme scientifique correspond à ce qui fonde et préserve un consensus entre les spécialistes d'une discipline concernant les choix méthodologiques à adopter.

Le paradigme scientifique permet de développer un langage de spécialité concernant les problèmes que les chercheurs essayent de résoudre et il est constitué de l'ensemble de techniques, croyances et valeurs communes et reconnues par un groupe de spécialistes. Un paradigme fournit, selon Kuhn, une certitude quant à la standardisation des pratiques scientifiques et constitue un critère valide qui permet d'avancer qu'un ensemble de recherches constitue une discipline scientifique. C'est une manière de concevoir la réalité des choses qui repose sur un courant de pensée bien défini. De ce fait, les principaux paradigmes ou courants épistémologiques des sciences de gestion se présentent respectivement comme suit :

a) Le paradigme positiviste et post-positiviste :

Considéré comme un modèle de la science dérivé des sciences naturelles analysant la connaissance et l'expérimentation, le positivisme constitue le paradigme éminent des sciences de gestion des organisations. Dans le cadre du positivisme, le monde est externe à l'individu et les faits observables permettent de valider l'approche ou le raisonnement théorique élaboré. Ainsi, la vérité est regardée d'un point de vue objectif comme produit de la pure raison. Le monde est gouverné par une loi de causalité et la réalité dispose de sa propre essence, indépendante de la perception des individus. La compréhension de la réalité passe forcément à travers l'explication et la découverte de l'ensemble des liens reliant les variables composant un phénomène (Kerlinger, 1973).

Il se caractérise par plusieurs critères, apportant une validité aux travaux de recherche menés s'y référant. Selon Le Moigne, (1990) il s'agit principalement de :

- ➔ L'ontologie réaliste qui avance l'existence d'un réel indépendant de l'intérêt et de l'intention que peut lui porter un chercheur ;
- ➔ L'objectivité qui stipule que l'observateur et l'entité étudiée sont séparés et le chercheur est neutre vis-à-vis du phénomène étudié. Ce principe a été défini par K. Popper (1972) comme : « Le principe d'objectivité ; elle est aussi indépendante de la croyance ou de la disposition à l'assentiment (ou à l'affirmation, à l'action) de qui que ce soit. La

connaissance au sens objectif est une connaissance sans connaisseur ; c'est une connaissance sans sujet connaissant ».

➔ La naturalité de la logique qui signifie que tout ce qui est découvert par logique naturelle est vrai et loi de la nature. Le réel est donc régi par les lois de la nature de causalité.

▪ **Le courant post-positiviste :**

Par ailleurs, le positivisme a évolué au vu des critiques qui lui ont été destinées. Ainsi puisqu'il n'est pas toujours possible de saisir la réalité dans sa globalité, le chercheur doit se contenter de l'approcher « au plus près » en particulier en multipliant ses méthodes (ex. d'autres modes de collecte de données que les statistiques), d'où le courant *post positiviste*, qui se base sur les hypothèses fondatrices du positivisme. Ce courant cherche à adoucir les règles positivistes afin d'être à même de saisir des phénomènes sociaux complexes. Les critères de validité selon ce paradigme sont moins contraignants que le courant positiviste, se distinguent facilement et sont valables pour toutes les sciences et ont comme principal objectif l'unicité de la science. Il s'agit respectivement des critères de vérifiabilité, confirmabilité et de réfutabilité. Le respect de ces critères passe incontestablement par le respect de la logique hypothético-déductive.

b) Le paradigme constructiviste :

C'est un courant qui tire ses origines du mouvement artistique qui prônait une nouvelle forme de pensée dans l'art moderne, avant d'être associé avec la pensée marxiste révolutionnaire. Dans le cadre de ce paradigme, la recherche est assimilée à un projet plutôt qu'à un objet. Le paradigme constructiviste a émergé comme un concurrent sérieux et un successeur logique du courant positiviste. Ce dernier ne se prononce pas sur l'existence certaine d'un seul réel, mais plutôt, dans le cas où ce réel existe, il est semblable aux perceptions qu'il induit.

Le constructivisme perçoit le monde comme étant un construit social et un produit des intuitions déterminés par les individus, où toutes les observations des lois de la nature dépendent de son observateur et où la réalité et la connaissance sont une pure construction de l'esprit.

La vérité scientifique n'a pas de critère d'efficacité dans le cadre de ce courant de pensée et la recherche se définit à travers l'action et les interventions des acteurs par le biais de leurs processus cognitifs. De ce fait, les constructivistes croient en la pluralité des réalités (Schwandt, 1994) et que de prime à bord, la nature de la connaissance recherchée est contextuelle, relative et non généralisable.

De plus, la principale caractéristique qui définit ce paradigme et le différencie du positivisme est l'immixtion entre l'objet étudié et le chercheur, dans la mesure où l'objectif et la dynamique de la construction de la connaissance sont toujours liés aux intentions et aux motivations du chercheur. Les problématiques de recherche caractérisant ce courant ne sont pas définies, mais plutôt construites d'une manière synchronique avec les interactions du chercheur avec la réalité étudiée (Le Moigne, 1995). C'est une situation de dépendance au contexte du chercheur qui fait que la problématique de recherche ne soit claire qu'après que ce dernier a eu une vision claire et stable du projet et que sa propre vision de la construction de la réalité a été stabilisée.

c) Le paradigme interprétativiste :

Ce paradigme repose sur des principes proches, voire identiques à ceux du paradigme constructiviste. Il existe une convergence avérée au niveau du statut de la connaissance et la nature de la réalité. Néanmoins, ils divergent sur : « le chemin de la connaissance et les critères de validité des connaissances produites » (Perret & Séville, 2007).

La règle fondamentale de ce courant stipule que la réalité est essentiellement mentale et ne peut qu'être perçue et le chercheur et l'objet étudié interagissent entre eux (Hudson et Ozanne, 1988). Partant de cette dernière, l'objectif final de ce paradigme est de développer une compréhension des réalités sociales, et non pas d'essayer de comprendre la réalité dans sa globalité, ainsi que les lois qui la sous-entendent. Le chercheur est amené à s'immerger dans le contexte étudié, afin de gagner une compréhension des réalités sociales existantes étudiées. Il cherche à étudier comment les acteurs construisent le sens qu'ils attribuent à la réalité sociale. De ce fait, la construction de la problématique de recherche n'aura pas comme objectif d'expliquer ou d'anticiper la réalité, dans la mesure où le chercheur prend comme point de départ un intérêt à un sujet précis, pour ensuite développer une compréhension de ce dernier.

Les critères de validité de la connaissance dans le paradigme interprétativiste sont de caractère idéologique des recherches, ainsi que la capacité d'empathie que développe le chercheur avec son contexte. Pareillement aux courants positivistes, les interprétativistes peuvent disposer d'une connaissance théorique à priori et d'un plan général. Toutefois, ils n'adhèrent pas à un cadre de travail rigoureux imposant des protocoles de recherche stricte. L'adaptation à un environnement en perpétuel changement constitue la seule manière de comprendre les réalités sociales générées par les individus (Lincoln & Guba, 1985).

Section 1 : Approche épistémologique, méthodologique et design de la recherche

Tableau 3.1 : Synthèse des paradigmes épistémologiques de recherche

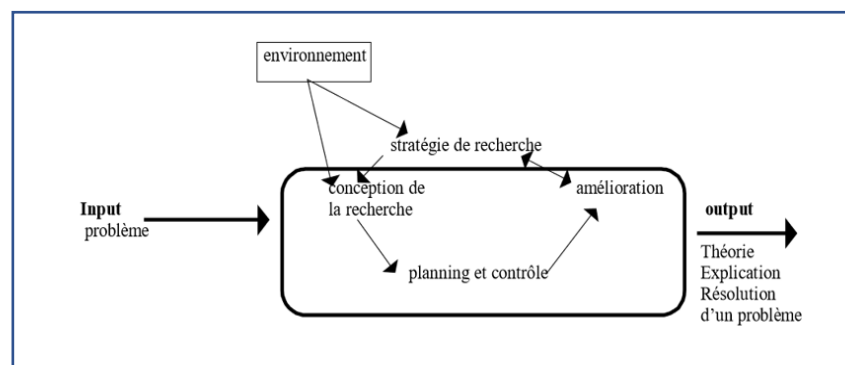
	Le positivisme	Le constructivisme	L'interprétativisme
QUEL EST LE STATUT DE LA CONNAISSANCE ?	Il existe une essence propre à l'objet de la connaissance.	L'essence de l'objet ne peut être atteinte (constructivisme modéré ou interprétativisme) ou n'existe pas (constructivisme radical)	
NATURE DE LA REALITE (ONTOLOGIE)	La réalité est une donnée objective indépendante des sujets qui l'observent.	La réalité est perçue/interprétée par des sujets connaissant.	La réalité est une construction de sujets connaissant qui expérimentent le monde; co-construction de sujets en interaction.
RELATION CHERCHEUR/OBJET DE LA RECHERCHE (EPISTEMOLOGIE)	Indépendance : le chercheur n'agit pas sur la réalité observée.	Empathie : le chercheur interprète ce que les acteurs disent ou font qui, eux- mêmes, interprètent l'objet.	Interaction : le chercheur coconstruit des interprétations et/ou des projets avec les acteurs.
PROJET DE CONNAISSANCE ET PROCESSUS DE CONSTRUCTION DES CONNAISSANCES	Décrire, expliquer et confirmer : fondé sur la découverte de régularités et de causalités.	Comprendre : fondé sur la compréhension empathique des représentations d'acteurs.	Construire : fondé sur la conception d'un phénomène/- projet.
LE CHEMIN DE LA CONNAISSANCE	Statut privilégié de l'explication.	Statut privilégié de la compréhension.	Statut privilégié de la construction.
VALEUR DE LA CONNAISSANCE	Vérifiabilité	Idéographie	Adéquation
LES CRITERES DE VALIDITE	Confirmabilité et réfutabilité	Empathie	Enseignabilité

Source : Adapté de Girod-Séville et Perret (2003)

1.1.1 Épistémologie de la recherche : Justification du positionnement positiviste

Le processus de recherche en général et l'exercice doctoral en particulier requièrent du chercheur de déterminer avec rigueur son positionnement épistémologique, ce qui n'est pas sans conséquence sur la production scientifique. De même, une question de recherche n'est pas réduite à un thème sans visée ni démarche. C'est la combinaison d'un thème, d'une finalité et d'une démarche à mettre en place, comme le montre le modèle suivant :

Figure 3.2 : *Modèle de la recherche par Caughlan et Brady (1995)*



Source : Caughlan et Brady (1995)

Toute méthodologie en sciences de gestion analyse différemment les caractéristiques structurelles des organisations : lorsqu'elle se focalise sur l'objet, l'intérêt est porté sur la structure organisationnelle, mais lorsqu'elle se concentre sur le sujet, l'attention est accordée à l'individu au sein de l'organisation (Chevalier, 1999). Ces deux approches sont complémentaires et essentielles à la compréhension de la complexité sociale (Giddens, 1987).

Les sciences de gestion s'inscrivent dans l'action où l'intervention est considérée comme un projet d'action. Comme en témoignent les propos de David (1999) : « les sciences de gestion auraient donc vocation à analyser et à concevoir les dispositifs de pilotage de l'action organisée ». La recherche en gestion puise sa force de l'apprentissage des situations réelles sur le terrain et essaye ensuite d'avoir une contribution originale dans la connaissance en développant une théorie intermédiaire ou une nouvelle théorie.

En effet, le statut épistémologique définit le type de recherche à mener, il est relatif à la nature de l'environnement étudié et à son appréhension. Notre problématique est de nature explicative et causale, qui, rappelons-le, vise à étudier la relation entre la gouvernance de l'entreprise et la structure du capital. À cet égard le positionnement le plus adéquat est le paradigme positiviste qui est une approche qui s'inspire des travaux de Thiétart et coll (2003).

Ce paradigme positiviste pose comme principe fondamental que la science produit une connaissance objective du réel. Cette connaissance n'est pas dogmatique, mais pragmatique. Ainsi, pour les positivistes, la réalité existe en soi, elle possède une essence propre.

Nous pensons que cette position est plus adaptée à la réalité du contexte marocain, où le traitement de ce type de problématiques en sciences de gestion est difficile à entreprendre.

Ce choix peut être justifié par les arguments suivants :

- L'objet de recherche sera traité sans sa réalité neutre et objective afin d'expliquer l'impact des mécanismes internes disciplinaires et cognitifs de gouvernance d'entreprise sur les performances financières et boursières des sociétés marocaines cotées ;
- Notre processus de recherche vise la construction d'une connaissance quasi-objective qui s'inscrit dans un contexte marocain. Ceci est justifié par l'étape de contextualisation qui a été menée au début de ce travail de recherche ;
- Les résultats quantitatifs ne peuvent être seuls révélateurs d'explications des phénomènes de gouvernance et de performance d'entreprise.
- Le caractère confidentiel des pratiques de gouvernance spécifiques à ces acteurs de la bourse de valeur de Casablanca permet une interaction limitée avec le chercheur, du fait que les sociétés marocaines cotées demeurent prudentes par rapport aux questions se rattachant à la thématique de gouvernance d'entreprise.

Dans notre étude de la relation entre la gouvernance d'entreprise et la structure du capital, il est difficile de prétendre à une indépendance absolue entre ces deux concepts d'étude et le chercheur. La réalité est, en effet, à notre sens, difficilement indépendante du sujet et de l'objet. Toutefois, la tendance des études en comptabilité et finance estiment que cette relation existe indépendamment du chercheur. En tenant compte du risque de subjectivité, ce type d'études a fait l'objet d'un grand nombre de travaux théoriques et empiriques dont la plupart nient l'utilité du courant constructiviste et interprétativiste dans ce champ d'action. La majorité de ces études soumettent les propositions théoriques à la validation empirique tout au moins dans leur phase de construction (Casta, 2009).

À cet égard, il est intéressant de partir des théories qui expliquent la réalité puisque le but de la science étant de découvrir cette dernière. Pour ce faire, il faut creuser dans les théories pour expliquer les enchainements et faits dans la réalité pour ensuite tester ces théories en les confrontant à la réalité.

1.2 Mode de raisonnement de la recherche

La sélection de l'approche de la recherche dépend de la nature de la problématique, de la posture épistémologique, des objectifs escomptés du travail de recherche et du contexte où se la recherche est menée. Nous différencions entre trois approches de recherches distinctes en sciences de gestion que nous présentons dans le tableau ci-dessous :

Tableau 3.2: Synthèse des différentes approches de recherches en sciences de gestion

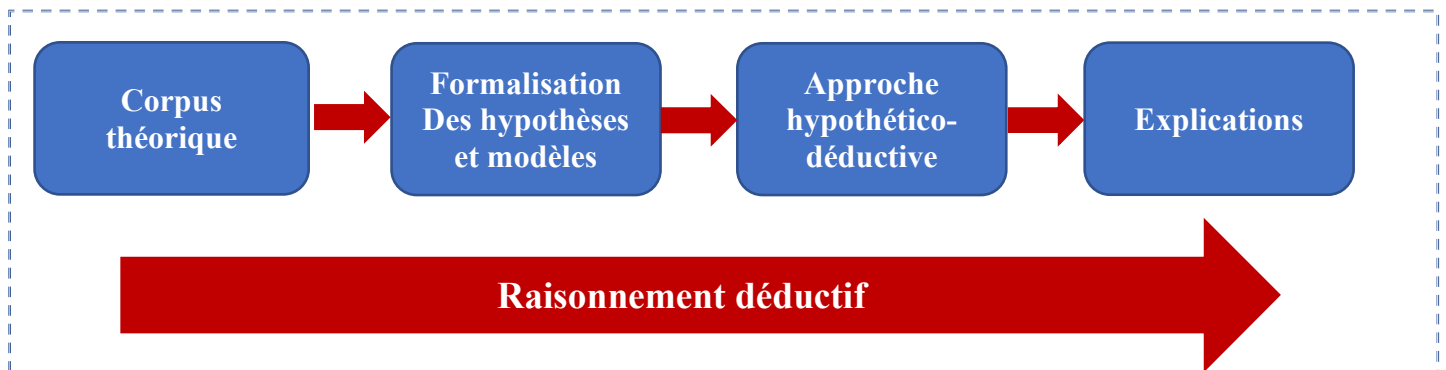
Approche	Caractéristiques
L'approche déductive	<ul style="list-style-type: none"> ▪ C'est un mode de raisonnement très employé généralement dans les sciences pures, où les lois de la nature s'identifient comme une explication aux phénomènes étudiés et permettent une anticipation et une prédiction de leur occurrence dans le futur ; ▪ Le raisonnement déductif constitue la seule logique permettant de respecter les critères de validité du paradigme positiviste, car il fournit une représentation objective de la réalité ; ▪ Elle part du point de départ d'un développement théorique et d'une structure conceptuelle à partir d'une littérature existante, qui d'une manière subséquente est testée via une observation empirique (Lewis & Thornhill, 2009). ▪ Si les hypothèses formulées initialement (les prémisses) sont vraies, donc la conclusion de ses prémisses qui suit logiquement doit nécessairement être vraie.
L'approche inductive	<ul style="list-style-type: none"> ▪ C'est un raisonnement qui part du particulier au général et qui a pour objectif d'établir des règles, des lois et des théories ; ▪ C'est une démarche d'apprentissage sur la base des expériences passées et utilisées dans la formulation de concepts et ou théories.
L'abduction	<ul style="list-style-type: none"> ▪ C'est un processus qui consiste à inférer l'interprétation qui a la faculté de générer des idées nouvelles et la construction d'hypothèses ; ▪ Elle considère que si un fait B et que la connaissance que A implique B, alors A est une abduction ou une explication de B. ▪ Elle s'oppose à la déduction, car cette dernière part d'une règle.

Source : Elaboré par l'auteur à partir de Thiétart (2014)

Concernant notre approche de recherche, elle est de nature hypothético-déductive qui consiste à porter un jugement sur la pertinence des hypothèses préalablement avancées dans notre cadrage théorique en les testant empiriquement à travers l'expérimentation et qui caractérise le courant principal (the Mainstream) des recherches en comptabilité (Ryan, 2002).

Conformément à cette approche, les positivistes cherchent à découvrir la réalité et tentent de dévoiler les raisons simples par lesquelles les faits observés sont reliés aux causes qui les expliquent. Cette approche se fonde sur un raisonnement déductif qui peut être schématisé comme suit :

Figure 3.3 : Approche et raisonnement de recherche retenus



Source : Elaborée par l'auteur

Dans cette optique, 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. D'autre part, pour sa cohérence avec notre processus de recherche sur la relation entre les mécanismes de la gouvernance d'entreprise et la structure du capital, développé notamment dans le cadre du deuxième chapitre, et qui nous a permis de formuler un ensemble d'hypothèses théoriques que nous proposons de vérifier leur teneur, puis la constatation des résultats sous forme de validation ou de non-validation des hypothèses.

1.2.1 Choix du dispositif méthodologique : Démarche quantitative/qualitative

En fonction de la nature de la problématique de la recherche et de l'approche épistémologique, le chercheur a le choix entre trois voies : la recherche quantitative, la recherche qualitative ou mixte.

La recherche quantitative est une ramification du positivisme qui cherche à traduire les événements et les schémas sociaux en lois universelles. L'analyse quantitative s'intéresse aux résultats quantifiables et généralisables et aux relations causales entre les choses. 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, 2020).

Contrario, la recherche qualitative, qui est dérivée du courant interprétativiste, repose sur l'idée que la réalité et la connaissance sont des construits sociaux, cognitifs ou

psychologiques qu'il convient d'interpréter. Cette méthode de recherche considère les réalités contextuelles et les expériences des individus et des groupes d'individus multiples. Les tendances croissantes en matière de recherche qualitative et inductive reflètent le besoin d'obtenir « une description, des idées et des explications riches et spécifiques au contexte » (Coviello & McAuley, 1999).

Cependant, l'évolution des structures organisationnelles, des modes de management ainsi que les modèles de gouvernance qui y sont associés ont accentué la complexité des problématiques récentes traitées par les sciences de gestion (particulièrement en management et stratégie d'entreprise). Cette caractéristique a occasionné davantage un appel à des méthodologies de plus en plus sophistiquées et hybrides, ainsi des designs de recherche différents, permettant de révéler une partie importante de la réalité étudiée. Il s'agit bien évidemment des méthodes mixtes.

La question centrale de ce travail de recherche suit un cheminement explicatif qui nous place dans un positionnement épistémologique positif. Elle tend principalement à s'interroger sur l'impact du concept de « gouvernance » sur celui de « la structure du capital » dans le contexte des sociétés marocaines cotées, et s'interroger sur la pertinence, la validité ainsi que le pouvoir explicatif de cette relation.

Notons que les méthodes peuvent être utilisées à des étapes différentes du design de recherche adopté par le chercheur (collecte de données ou présentation des résultats). Les méthodes mixtes mettent en évidence cinq designs de recherche, ayant des motivations différentes. Ils correspondent aux :

- Designs de triangulation, complémentarité, explicatif et exploratoire proposés par Creswell *et al.* (2003)
- Design d'initiation de Greene, Caracelli et Graham (1989).

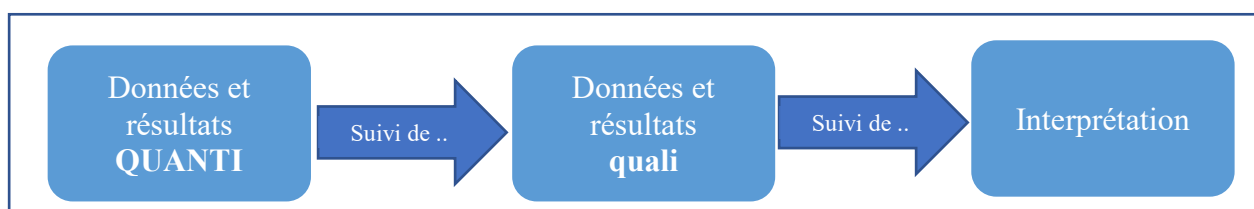
Afin de tester la validité de notre cadre conceptuel, ainsi que notre modèle de recherche, nous adopterons une méthode de recherche mixte, ayant un design complémentaire qui suit un processus séquentiel à vocation explicative. À ce stade, deux études différentes seront successivement menées. L'étude quantitative précédera l'étude qualitative qui sera construite à partir des résultats de la phase quantitative. La combinaison de ces deux méthodes dans le cadre de ce protocole enrichira l'explication des résultats, dans la mesure où les données qualitatives aideront à expliquer davantage les résultats de l'étude quantitative. Ces dernières s'inscriront

donc dans le cadre d'un processus séquentiel⁶⁷ qui aura lieu en deux phases différentes et de manière successive :

La phase I : Correspondra à la partie empirique quantitative qui vise à tester empiriquement nos hypothèses de recherche par le biais des outils mathématiques et statistiques.

La phase II : Correspondra à des entretiens semi-directifs qui vont être menés auprès des responsables financiers des sociétés marocaines cotées sélectionnées. Le recours à cette deuxième sous-partie empirique est motivé par le but d'enrichir l'analyse et l'interprétation des résultats. La figure suivante illustre la démarche méthodologique de la recherche.

Figure 3.4 : Démarche méthodologique de la recherche



Source : Elaboré par l'auteur

La stratégie de combinaison des résultats des méthodes (QUANTI et Quali)⁶⁸ adoptées correspond à celle de fusion à la phase de discussion de résultats, afin de permettre un enrichissement de cet exercice.

Tableau 3.3 : Dispositif méthodologique du travail de recherche

Problématique recherche	Méthode De recherche	Design adopté	Protocole De recherche	Temporalité des méthodes	Stratégie de combinaison des méthodes
Explicative/ Causale	Mixte	Design de complémentarité	Explicatif	Séquentielle : QUANTI puis Quali	Fusion

Source : Elaboré par l'auteur

⁶⁷ Séquentielle où chaque sous étape empirique vise à mettre la prochaine, afin d'expliquer ou de développer les résultats issus d'une première méthode grâce à une deuxième.

⁶⁸ Système de notation des méthodes mixtes : Les majuscules désignent les composantes dominante et les minuscules les composantes mineurs

1.3 Design de la recherche

Le design de la recherche a pour rôle de tracer les contours de notre étude empirique et de guider nos choix méthodologiques. D'ailleurs, il est à rappeler que nous inscrivons notre travail dans le cadre du paradigme positiviste et l'approche hypothético-déductive. L'étude quantitative analytique menée sur terrain constitue, en effet, son fer de lance. Par ailleurs, la thématique de la gouvernance d'entreprise et son lien avec la structure du capital nécessite une masse d'informations satisfaisante. À cet égard, une étude longitudinale (Données de panel) sur plusieurs années sera menée dans cette étude afin de cerner l'évolution dans le temps du profil de la gouvernance et la structure du capital des sociétés marocaines cotées. L'intégration du facteur temps dans notre étude permet d'éviter certains problèmes typiques aux études effectuées sur une seule année, à savoir :

- Disposer d'une masse de données satisfaisante pour l'élaboration de l'étude statistique ;
- Réduire l'influence des circonstances exogènes si celles-ci se produisent au cours de l'année de l'étude.

En vue d'enrichissement de l'analyse et l'interprétation des résultats, une deuxième phase empirique sera effectuée, il s'agit de l'analyse qualitative, dont le but d'augmenter notre assurance par rapport à certaines informations déclaratives communiquées par les entreprises de l'échantillon et la réduction de leur caractère imprécis ; ainsi que d'expliquer davantage les résultats quantitatifs obtenus dans la première sous-partie empirique ;

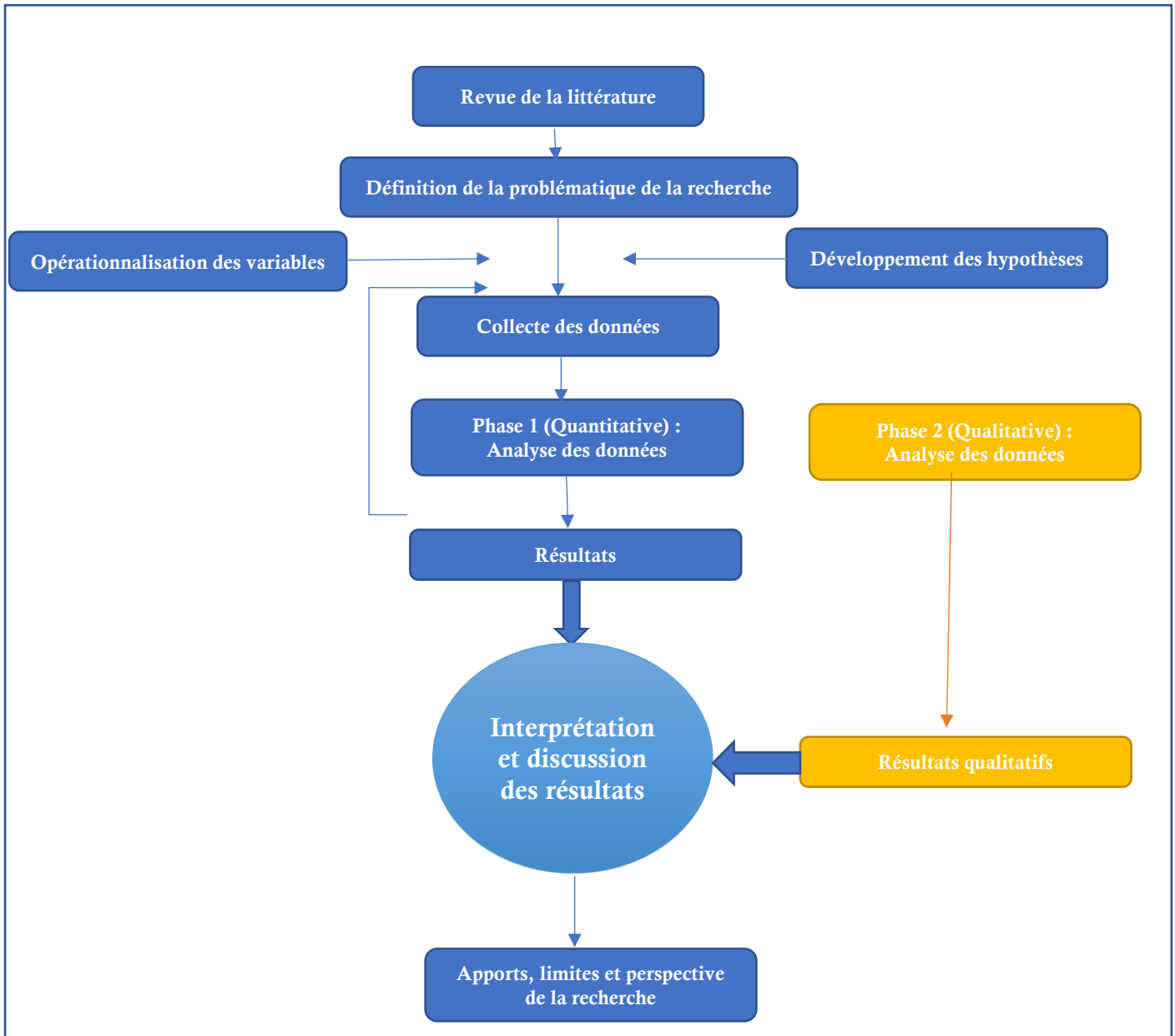
En vue des résultats de la revue de littérature, le présent travail est de nature confirmatoire permettant de déterminer des relations de cause à effet. La réalisation d'une étude confirmatoire constitue l'étape essentielle.

Pour synthétiser, dans notre travail de recherche, nous allons formuler un certain nombre d'hypothèses à propos de liens de causalité entre les variables explicatives constituant les mécanismes de gouvernance interne de l'entreprise et la variable expliquée qui est la structure du capital des entreprises marocaines cotées. Ces liens entre variables sont ensuite testés et interprétés pour établir l'existence d'une causalité (Thiétart, 2014). Par ailleurs, nous essayerons d'expliquer ces liens de causalité par une analyse du corpus des entretiens semi-directif.

En conformité avec cette conception, la recherche commence par une phase théorique comprenant la revue de la littérature pertinente dressant un état d'art des champs théoriques existants sur le sujet, permettant de développer des hypothèses de recherche et de proposer un

modèle de recherche. L'étape suivante va consister à définir les variables des modèles. Ensuite, procéderons au recueil des données empiriques de l'échantillon de l'étude. Cette structure se terminera par l'analyse des données empiriques que nous allons confronter aux données qualitatives. Le design de la recherche, qui permet d'articuler ces différents éléments du travail de recherche, se présente comme suit :

Figure 3.4 : Récapitulatif du design de la recherche



Source : Elaborée par l'auteur

Conclusion de la section

En guise de répondre à notre problématique et nos questions de recherche, cette section avait pour but d'élaborer le design de la recherche, et qui constitue l'ossature de notre thèse.

En effet, sur la base de la confrontation de la problématique et les fondements épistémologiques existants (perceptions de la réalité, paradigmes épistémologiques), nous estimons que le positivisme est le paradigme qui nous permettra de répondre à notre problématique dans les normes scientifiques de la recherche.

Notre démarche se propose à travers une interrogation des faits, de résoudre et/ou de combler les éventuelles incohérences ou insuffisances rendant compte de la réalité (Allard-Poesi et Maréchal, 2014). Ces incohérences nous ont permis de formuler un ensemble d'hypothèses théoriques que nous chercherons à tester par une étude économétrique, ce qui nous a amené à une démarche hypothético-déductive, et ce, dans le but de porter un jugement sur la pertinence des hypothèses préalablement avancées.

Dans cette stratégie, nous ferons appel, dans l'étude empirique, à la recherche mixte séquentielle. Dont nous entamerons premièrement une approche quantitative (QUANT), afin de tester nos modèles de recherche, les résultats de cette approche seront par la suite combinés à l'analyse qualitative (quali) pour une meilleure interprétation et discussion des liens de causalité.

Après avoir présenté la méthodologie de recherche qui sera adoptée dans notre thèse de recherche, nous allons exposer dans la section suivante les méthodes d'analyses de données, les modèles empiriques et l'opérationnalisation des variables de l'étude.

Section 2 : Econométrie des données de panel et opérationnalisation des variables

Cette section a pour principal but de présenter l'économétrie des données de panel et l'opérationnalisation des variables de l'étude empirique. Cette dernière est conçue sur l'ensemble des données collectées, possédant deux dimensions, une dimension individuelle et une dimension temporelle, qui s'effectuent selon les méthodes de l'économétrie des données de panel.

De ce fait, dans la première sous-section nous allons présenter l'intérêt de l'économétrie de panel pour notre étude et les méthodes d'estimation.

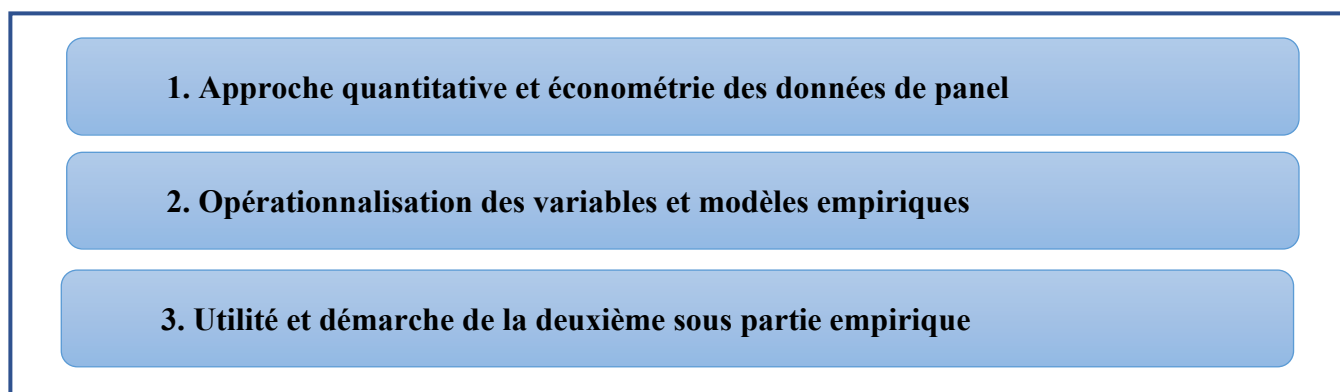
Ensuite, nous prétendons présenter les tests de spécifications nécessaires pour choisir la méthode d'estimation adéquate à chaque modèle. Enfin, nous visons d'exposer la modélisation dynamique, qui nous permettra de remédier au problème d'endogénéités des variables dans la modélisation linéaire.

La deuxième sous-section sera dédiée premièrement à la présentation des variables dépendantes ou à expliquer, les variables indépendantes ou explicatives et les variables de contrôle. En deuxième lieu, nous allons exposer l'opérationnalisation des différentes variables de recherche de notre étude quantitative, ainsi que leurs métriques associées. Ces dernières doivent prendre en considération la particularité du contexte des sociétés cotées au Maroc, afin de refléter au mieux la réalité de ce dernier.

Enfin, dans la troisième sous-section, nous avancerons l'utilité et la démarche de l'étude qualitative, deuxième sous partie empirique de notre recherche.

Nous schématisons ainsi le plan de cette section comme suit :

Figure 3.5 : Plan de la section 2/chapitre 3



Source : Elaborée par l'auteur

2.1 Approche quantitative et économétrie des données de panel

Conformément à l'approche positiviste adoptée dans la présente thèse et comme la plupart des études en gestion qui sont basées sur la théorie de l'agence (Ben-Nasr, 2015 ; Shoaib, et *al.*, 2015 ; Bousetta, 2019), la théorie de la dépendance des ressources (Chen et *al.*, 2014 ; Madhani, 2017), et la théorie de l'intendance (Chen, 2011 ; Dasilas et Papasyriopoulos, 2015), cette thèse adopte une méthodologie de panel, afin de tester les hypothèses développées en permettant une plus grande généralisation des résultats de la recherche. Pour des raisons pratiques, notamment la limitation dans le temps et l'accès aux informations confidentielles des entreprises cotées en bourse, il n'a pas été possible ou efficace d'utiliser d'autres méthodologies (par exemple, enquête et étude de cas).

2.1.1 Présentation des données de panel

Afin de mieux comprendre l'économétrie des données de panel, il est nécessaire de commencer par la présentation d'une définition des données de panel en présentant ainsi les avantages et les limites de cette dernière.

Les données de panel (ou données longitudinales) sont représentatives d'une double dimension: individuelle et temporelle. Un panel équilibré (balanced panel) a le même nombre d'observations pour tous les individus, tandis qu'un panel déséquilibré (unbalanced panel) est un panel où il manque des observations pour certains individus. Elles permettent de réaliser une analyse longitudinale quantitative et d'étudier un échantillon d'un ensemble d'individus sur une période temporelle (Hsiao, 2022).

Le grand intérêt des données de panel réside dans la mise à disposition d'observations répétées pour les individus (ou entreprises, etc.) figurant dans l'échantillon. Ceci permet de tenir compte, dans la spécification du modèle, d'une partie des composantes non observables figurant parmi les données, qualifiée d'hétérogénéité non observée.

L'avantage des données de panel réside aussi dans leur capacité de fournir des estimateurs convergents même lorsque les informations sont manquantes.

2.1.1.1 Types de données de panel

Nous allons présenter, dans cette sous-section, les principaux types de données de panel qui sont susceptibles d'affecter la méthode d'estimation de l'étude en données de panel.

- Panel cylindré et panel non cylindré : Quand nous disposons du même nombre d'observations pour tous les individus de l'échantillon, nous parlons du panel cylindré,

par contre, quand il y a un panel incomplet, là où certaines unités statistiques ne sont pas observées durant la période considérée, dans ce cas le panel est de type non cylindré.

- Panel court et panel long : Le panel court est caractérisé par un large N et un petit T, c'est-à-dire plusieurs unités d'observation et peu d'unités temporelles, et inversement pour le panel long (peu de N et un large T).
- Panel fixe et panel rotatif : Un panel fixe est un panel où les mêmes unités observées durant la période de l'étude, par contre, le panel rotatif est un panel où les unités d'observation changent d'une période à l'autre de l'étude (Green, 2012)

2.1.1.2 Avantages et limites des données de panel

Le modèle des données de panel présente, comme tout modèle économétrique des avantages et des limites d'application. Nous allons avancer en premier lieu les avantages de ce modèle et ensuite ses limites.

a) Les avantages

Il existe plusieurs avantages qui encouragent l'utilisation des données de panel plutôt les données transversales ou des séries chronologiques, comme le soulignent Gujarati et Porter (2009) :

1. Les méthodes de données de panel prennent en compte et contrôlent l'hétérogénéité des individus, car elles sont capables de considérer les individus, les entreprises et les pays comme hétérogènes. D'autres techniques de données, telles que les données de séries chronologiques, ne sont pas en mesure de contrôler cette hétérogénéité, ce qui se traduit par des résultats biaisés.
2. Les données de panel combinent à la fois des séries chronologiques et des données transversales. Le grand nombre de points de données permet d'obtenir des données plus informatives avec des niveaux de liberté, d'efficacité et de variabilité plus élevés, tout en réduisant la colinéarité entre les variables.
3. La nature des données de panel permet au chercheur d'analyser des questions importantes qui ne peuvent pas être identifiées par des données transversales ou des séries chronologiques. Les données de panel permettent de détecter et de mesurer des effets qui ne peuvent pas être observés à l'aide de données transversales ou de séries chronologiques. Les données de panel sont plus adaptées à l'étude de la dynamique du changement, à condition que les données de panel soient suffisamment longues.

4. Les données de panel permettent d'utiliser des modèles comportementaux plus complexes à tester, il y a peu de restrictions par rapport aux données transversales et aux séries chronologiques.

5. Les données de panel sont souvent collectées au niveau micro et permettent de vérifier la précision des variables mesurées.

b) Les inconvénients

Selon Gujarati et Porter, (2009), les données de panel présentent aussi plusieurs inconvénients, ceux-ci sont examinés ci-après ;

1. Les problèmes de conception et de collecte des données peuvent inclure des problèmes de couverture ou de non-réponse.

→ Pour cette étude, les données sont collectées du site web de l'AMMC, du site de la bourse de valeurs de Casablanca (BVC), des sites web des sociétés et de la base de données Decypha⁶⁹. L'étude porte sur les sociétés cotées en bourse depuis au moins quatre ans.

2. Des erreurs de mesure ou des distorsions peuvent se produire en raison d'un mauvais enregistrement des données.

→ Pour cette étude, tous les indicateurs mesurés proviennent des états financiers annuels vérifiés, des rapports annuels, des notes d'informations, ce qui réduit le risque d'erreurs de mesure.

3. Les panels comprennent généralement des données annuelles qui couvrent une courte période pour chaque individu (société).

La liste n'est pas exhaustive, ceci-dit que d'autres avantages et limites peuvent exister dans la littérature.

2.1.2 Modèles empiriques : Modélisation des données de panel

Les modèles de données de panel peuvent être classés en trois catégories : Le modèle linéaire estimé par la méthode des Moindres Carrées Ordinaire (MCO), le modèle à Effets Fixes (EF) et le modèle à Effets Aléatoires (EA).

⁶⁹ Decypha est une plateforme web d'intelligence financière permettant un accès à toutes les classes d'actifs et aux marchés de la zone MENA.

2.1.2.1 Le modèle linéaire estimé par la méthode des moindres carrés ordinaire

Les analyses de régression constituent l'un des outils statistiques les plus utilisés (Tabachnik et Fidell, 2006). Elles font partie des méthodes explicatives qui prennent en considération une ou plusieurs variables indépendantes (X_i) pour expliquer une variable dépendante (Y). Les moindres carrés ordinaire (MCO) est une méthode d'estimation qui considère un coefficient β constant parmi toutes les unités transversales. Les coefficients de régression, c'est-à-dire la pente et la constante, sont égaux pour toutes les unités (dans cette étude, les unités se traduisent par des entreprises). L'hétérogénéité peut être observée pour tous les individus, le terme constant est présent pour toutes les unités et le modèle est un modèle linéaire ordinaire et ajusté par les moindres carrés (Greene, 2011) :

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta_i X_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Avec :

$Y_{i,t}$: variable dépendante

$X_{i,t}$: variable indépendante

α : constante, ordonnée à l'origine

β : pente, paramètre d'intérêt mesurant l'effet de X sur Y

$\varepsilon_{i,t}$: terme d'erreur

$i=1 \dots i$

$t=1 \dots t$

Ce modèle suppose que les variables explicatives sont strictement exogènes. "On dit qu'une variable est strictement exogène si elle ne dépend pas des valeurs actuelles, passées et futures du terme d'erreur ε_{it} ". (Gujarati et Porter, 2009⁷⁰). Un inconvénient majeur de ce modèle est que l'individualité peut être masquée⁷¹. L'implication de la perte des niveaux d'individualité est que le terme d'erreur peut être corrélé avec certains des régresseurs dans le modèle, ce qui conduit à des coefficients estimés biaisés et incohérents. L'une des hypothèses qui sous-tendent le modèle de régression linéaire est qu'il n'existe aucune corrélation entre les variables et le terme d'erreur (Gujarati et Porter, 2009).

Les précédentes études sur la structure du capital qui ont utilisé des méthodes communes pour analyser les déterminants de la structure du capital (Mirza et al., 2017 ; Feng et al., 2020) peuvent être biaisées en raison d'une incapacité à contrôler l'hétérogénéité spécifique à

⁷⁰ Gujarati et Porter, 2009: p594

⁷¹ L'individualité de chaque entreprise est incorporée dans le terme d'erreur ε_{it}

l'entreprise qui est invariante dans le temps. Feng et *al.* (2020) comparent leurs résultats en utilisant la méthode MCO et en recourant à l'estimation par panel à effets fixes, des différences significatives sont constatées. Ainsi, Sewpersadh, (2019) utilise la technique MCO et la Méthode Généralisée des Moments (GMM) comme deuxième méthode, des différences dans les résultats sont observées.

Conformément à ces constats, des méthodes autres que la méthode MCO seront utilisées dans cette étude, afin de s'assurer que l'hétérogénéité spécifique à l'entreprise est invariante dans le temps.

Comme dans toute analyse statistique, le recours aux analyses de régression est conditionné par le respect d'un certain nombre d'exigences préalables. L'utilisation de la méthode MCO consiste à respecter les cinq hypothèses de base présentées par Kennedy (2008) :

1. La linéarité des paramètres désignant que la variable dépendante peut être écrite sous forme de fonction linéaire de la variable indépendante et du terme d'erreur ;
2. Espérance nulle de terme d'erreur conditionnellement aux variables explicatives ou encore l'absence de corrélation entre le terme d'erreur et les régresseurs ;
3. Homoscédasticité des résidus, (c'est-à-dire l'homogénéité de la distribution des résidus indépendamment des valeurs prises par les variables indépendantes⁷²), et non pas une autocorrélation (les erreurs ne sont pas corrélées en elles) ;
4. Absence de multicolinéarité⁷³ entre les variables indépendantes ;
5. Les observations de la variable indépendante sont considérées comme fixes même dans des échantillons répétés.

En respectant ces conditions, l'estimateur MCO est sans biais, convergent et de variance minimum.

2.1.2.2 Modèle à effets fixes et à variables factices

Le modèle à effets fixes suppose que les relations entre la variable dépendante et les variables indépendantes sont identiques pour tous les individus. En outre, le terme d'erreur (ε_{it}) est supposé être corrélé avec les variables indépendantes. Cette corrélation est créatrice de biais (Kennedy, 2008).

⁷² Gujarat D.N « Econométrie » Edition de boeck, 2004, p. 149

⁷³ Le phénomène de multicolinéarité survient lorsque la corrélation entre deux ou plusieurs variables indépendantes est importante.

Malgré le fait que les données de panel soient connues pour leurs gains de degrés de liberté, le modèle à effets fixes diminue cette liberté. Il est utilisé chaque fois que l'on souhaite uniquement analyser l'impact des variables qui peuvent varier dans le temps. À cet égard, il peut être utilisé pour explorer la relation entre les variables indépendantes qui sont de notre étude les mécanismes de gouvernance d'entreprise et la variable dépendante qui sera représentée par la structure du capital d'une entreprise. Cela signifie que chaque entreprise a ses propres caractéristiques individuelles qui peuvent ou non affecter les variables dépendantes. Ce modèle a la capacité de surmonter l'hétérogénéité, c'est le principal avantage par rapport au modèle MCO. Dans cette thèse, le modèle à effets fixes se présente sous la forme générale suivante :

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta_i X_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Avec

α : l'effet individuel (fixe ou aléatoire).

$\varepsilon_{i,t}$: le terme d'erreur⁷⁴

Selon Bourbonnais (2015), l'estimateur des paramètres dépendra de la structure des termes d'erreur.

Deux cas peuvent se présenter :

- Les termes d'erreur sont homoscédastiques, non autocorrélés dans la dimension temporelle et individuelle. Donc, on utilise la méthode MCO à variable dichotomique ou l'estimateur de *Within*.
- Les termes d'erreur sont hétéroscédastiques et/ou autocorrélés dans la dimension temporelle et indépendante dans la dimension individuelle. Donc, on utilise la MCO Généralisé (MCOG) à variables dichotomiques ou l'estimateur de *Within*.

Les effets individuels α_i sont représentés par des constantes (d'où l'appellation modèle à effets fixes).

⁷⁴ Le terme d'erreur est supposé non corrélé avec la variable explicative

2.1.2.3 Modèle à effets aléatoires

L'inclusion des variables muettes (*variable dummy*) entraîne une réduction du degré de liberté, ce qui pose la question de savoir si les variables factices sont nécessaires. Le raisonnement qui sous-tend de l'utilisation des variables factices est l'absence d'inclusion des variables explicatives qui ne changent pas dans le temps. Selon Gujarati et Porter (2009), l'utilisation des variables muettes nous permet d'améliorer le modèle. Ce modèle est appelé modèle à effets aléatoires (EA) (Gujarati et Porter, 2009). Le modèle peut être exprimé comme suit :

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{it} + (\varepsilon_{it} + \mu_i)$$

L'erreur composite est constituée de deux éléments. Le premier élément est la composante d'erreur transversale, ou spécifique à l'entreprise, ε_{it} . Le second élément est la composante d'erreur combinée de la série temporelle et de la section transversale, μ_i . Le terme d'erreur ε_{it} est indirectement observable. Un modèle à effet aléatoire suppose que l'effet individuel (hétérogénéité) n'est corrélé avec aucune variable et estime la variance d'erreur spécifique aux groupes.

Al-Najjar et Hussainey (2011) ; Buvanendra et *al.*, (2017) et Feng, et *al.*, (2020) utilisent les méthodes EF et EA pour une étude sur les sociétés cotées pour analyser le lien entre la structure du capital et la gouvernance d'entreprise. Le choix entre le modèle à effets aléatoires et le modèle à effets fixes est déterminé par l'application du test de Hausman.

Les recherches précédentes sur les données de panel relatives à la structure du capital ont utilisé toutes les méthodes examinées jusqu'à présent : MCO, EF et EA. Dans cette recherche, les trois méthodes seront utilisées, en effectuant le test de Hausman pour décider statistiquement si un modèle à effets fixes ou aléatoires est la manière appropriée pour traiter la structure d'erreur (Hausman, 1978)

2.1.3 Choix entre les modèles de panel : Tests de spécification

À la suite d'un article de Mundlak (1978), l'étude des spécifications sur données de panel s'est concentrée sur une question particulière : le caractère certain ou aléatoire de l'effet individuel spécifique. L'approche de Mundlak (1978) consiste à remettre en cause le modèle à EA en le confrontant au modèle à EF où les effets individuels sont certains. La décision sur le modèle à utiliser lors de l'utilisation de données de panel est prise en utilisant deux tests basés sur Stata : Le test du multiplicateur de Lagrange (LM) de Breusch-Pagan et le test de Hausman.

2.1.3.1 Test de spécification : Le test du multiplicateur de Lagrange de Breusch-Pagan

Le teste de Breusch-Pagan permet de tester la significativité du modèle aléatoire (Breusch, 1978 ; Breusch et Pagan, 1980). Il teste si le modèle à EA est capable de traiter l'hétérogénéité mieux que le modèle MCO. L'hypothèse nulle suppose qu'il n'y a pas d'EA et si l'hypothèse est rejetée, le modèle à EA est choisi plutôt que la MCO. Par contre l'hypothèse nulle est acceptée, la MCO est utilisée (Gujarati et Porter, 2009).

Le test F est basé sur la qualité de l'ajustement du modèle, qui permet de déterminer la mesure dans laquelle le modèle ajusté peut expliquer la variation de la variable dépendante. Le test F est conçu pour comparer un modèle MCO avec le modèle à EF. Le test F est un test de l'hypothèse nulle selon laquelle les coefficients de pente du modèle sont conjointement nuls (Mundlak, 1978). Une fois l'hypothèse de la présence d'effets spécifiques est confirmée, il convient de déterminer la nature de ces effets spécifiques : fixes ou aléatoires, d'où le recours au test d'Hausman.

2.1.3.2 Test de spécification : Le test de Hausman

Le test de Hausman (1978), également connu sous le nom de test de Hausman d'endogénéité, peut être utilisé pour déterminer si une variable, ou un groupe de variables, sont endogènes ou exogènes. Il est utilisé aussi pour choisir entre le modèle à EF et le modèle à EA (Feng, et *al.*, 2020).

Le test de Hausman permet de tester l'hypothèse nulle, à savoir si l'estimation par effets fixes produit des résultats significativement différents d'un modèle à effets aléatoires, si le test de Hausman est significatif donc on privilégiera les effets fixes. Toutefois, si le test de Hausman n'est pas significatif, on privilégiera les effets aléatoires. (Gujarati et Porter, 2009).

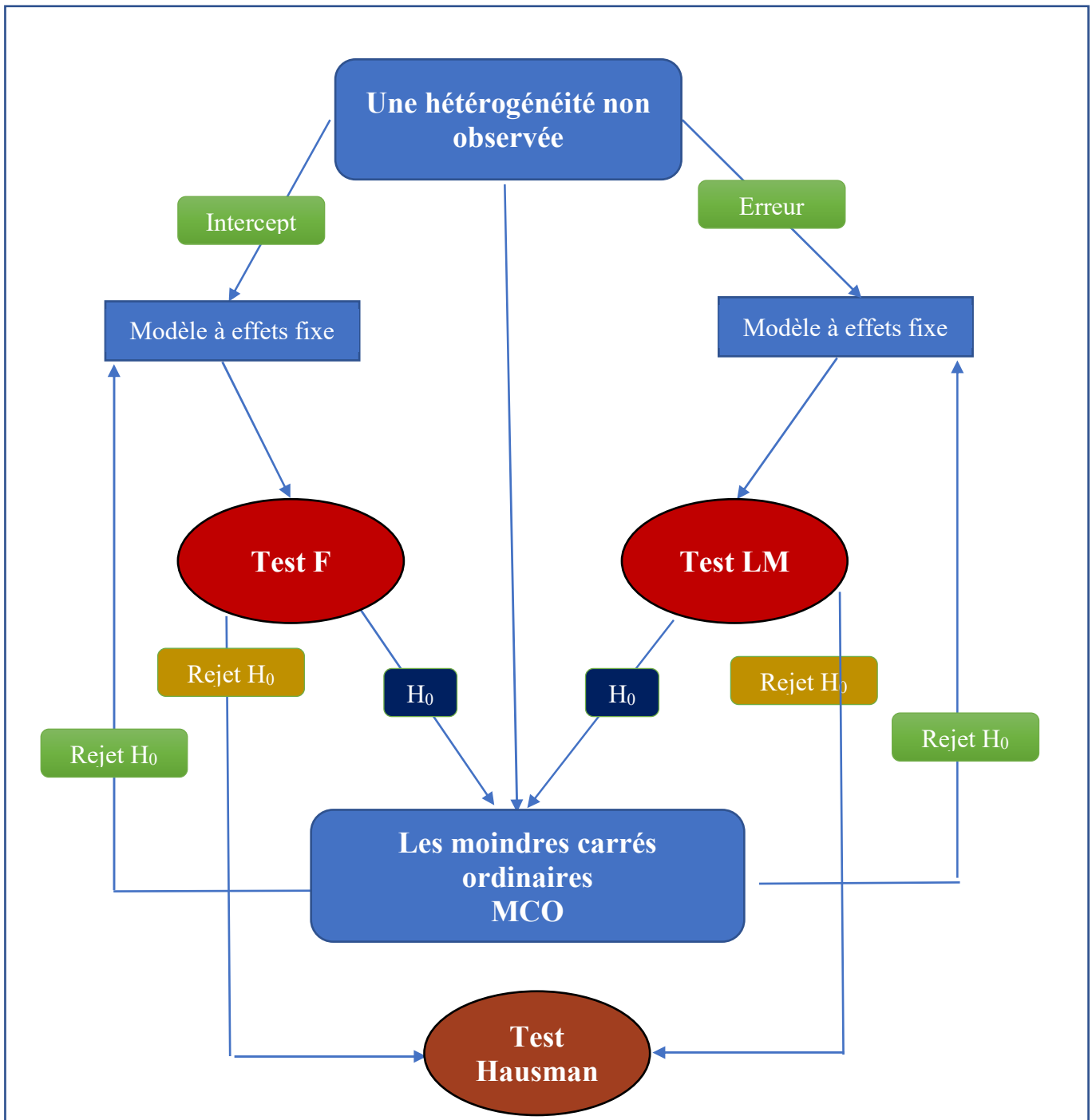
Un inconvénient du test de Hausman est que la différence des matrices de covariance peut ne pas être positivement définie, ce qui indique que l'hypothèse nulle n'est pas rejetée (Bourbonnais, 2021).

$H_0 : \mu_i$ n'est pas corrélé avec X_{it}

$H_1 : \mu_i$ est pas corrélé avec X_{it}

Cependant, lorsque le test de Hausman n'est pas significatif, il est plus soutenu de recourir au test de Breusch-Pagan qui analyse la significativité des effets aléatoires (Bourbonnais, 2021).

Figure 3.6 : *Processus de modélisation des données de panel*



Source : Adaptée de Kennedy (2008)

2.1.4 Régression linéaire multiple et les problèmes de multicollinéarité et d'endogénéité

Dans le cadre de la régression linéaire multiple, le chercheur doit vérifier deux phénomènes : l'existence ou non de la multicollinéarité et de l'endogénéité des variables. Dans cette sous-section, nous allons présenter ce que la multicollinéarité et de l'endogénéité des variables et comment les déterminer.

- **La multicollinéarité**

La multicollinéarité se produit dans des situations où les variables indépendantes sont fortement corrélées entre elles, elle peut être parfaite ou imparfaite. Les implications de la multicollinéarité, résident dans le fait qu'il devient difficile de distinguer l'effet d'une variable sur une autre parce nous serons incapables de séparer l'effet de deux ou plusieurs variables indépendantes sur la variable dépendante. La colinéarité est la relation linéaire entre deux variables indépendantes, la multicollinéarité indique que deux ou plusieurs variables indépendantes ont un impact sur la variable dépendante. Le théorème de Gauss-Markov stipule que parmi tous les estimateurs linéaires sans biais, les estimateurs des MCO ont la plus petite variance. On dit que ce sont des estimateurs BLUE (Best Linear Unbiased Estimator) (Greene, 2011). Il y a deux façons pour déterminer si la multicollinéarité existe dans les données :

1. La première méthode est une matrice de corrélation, les corrélations de 0,8 ou plus indiquent que la multicollinéarité existe entre deux variables indépendantes.
2. La deuxième mesure est le facteur d'inflation de la variance (VIF) ; ce test mesure l'augmentation de la variance d'un coefficient en raison de la multicollinéarité. Des valeurs de 10 ou plus dans le test VIF indiquent des niveaux élevés de multicollinéarité. Le VIF est directement lié à la valeur de tolérance (TOL)⁷⁵ et le VIF est mesuré en divisant $1/\text{TOL}$ (Greene, 2011). Gujarati et Porter (2009) affirment que "en règle générale, si la VIF de la variable dépasse 10, ce qui se produira si R^2 dépasse 0,90, cette variable est dite hautement colinéaire". (Gujarati et Porter, 2009 : P340).

⁷⁵ La tolérance est la part de la variance d'une variable explicative qui n'est pas expliquée par les autres variables explicatives. Tolérance = $1-R^2$.

- **L'endogénéité**

L'endogénéité indique qu'il existe une relation entre les variables dépendantes et le terme d'erreur qui s'ajoute à la relation testée. Et qui en résulte un biais dans l'estimation du coefficient d'intérêt et donc des conclusions trompeuses. On trouve trois sources principales d'endogénéité en économétrie (Bourbonnais, 2021):

- **La simultanéité** : Le biais de simultanéité se produit lorsque y et l'une des variables indépendantes x sont déterminées à l'équilibre en même temps. Il est donc difficile de savoir si x détermine y ou si c'est l'inverse qui se produit. Si le chercheur veut montrer que x cause y , il faut dans le même temps que la variable x ne soit pas influencée par y . Dans ce cadre une des solutions est d'instrumenter la variable x par une autre variable w non influencée par y .
- **L'hétérogénéité inobservée** : Des facteurs inobservés affectent à la fois la variable expliquée et un régresseur, il se peut que la relation entre x et y soit tout simplement liée à l'effet d'un tiers facteur z . Dans ce cadre il faudra, si cela est possible, ajouter une variable dans le modèle contrôlant pour ce facteur z .
- **L'erreur de mesure** : Le biais lié aux erreurs de mesure vient du fait que la plupart du temps on utilise des proxys pour quantifier les variables de l'étude. Certaines variables peuvent ne pas être mesurées avec précision, ce qui affectera l'estimation. Ainsi dans le cas d'une seule variable explicative, l'erreur de mesure biaise, asymptotiquement, l'estimateur MCO vers 0⁷⁶.

Contrairement aux modèles linéaires, les modèles dynamiques font intervenir des variables décalées dans le temps. L'utilisation du modèle à EF dans le domaine de la gouvernance d'entreprise peut entraîner un biais d'endogénéité (Zaid et *al.*, 2020). À cet égard, Wintoki et *al.* (2012) et Zaid et *al.*, (2020) suggèrent l'utilisation des modèles dynamiques. De ce fait, nous allons présenter, dans les paragraphes suivants, la modélisation dynamique avec l'estimateur GMM que nous prétendons utiliser dans la partie empirique.

⁷⁶ Notons qu'une erreur de mesure sur la variable dépendante diminue la précision des estimateurs, mais ne les laisse pas asymptotique. (Robin J-M, 2000).

2.1.5 Modélisation dynamique

Un modèle dynamique fait intervenir des retards sur une ou plusieurs variables :

- Si ces variables sont uniquement exogènes, on parlera de modèles à retards échelonnés comme dans la forme simple .
- Si les variables retardées sont endogènes, on appellera ces modèles des modèles autorégressifs
- Dans le cas général, on parlera de modèles autorégressifs et à retards Echelonné

La théorie classique de la Méthode des Moments (MM) a été lancée par Fisher en 1935, un exemple de MM et les MCO, et les estimateurs sont dérivés des conditions dites de moment. La Méthode Généralisée des Moments (GMM) est une extension de la méthode des moments. Dans le modèle GMM, il y a plus de conditions de moment d'échantillonnage que de paramètres, dans le modèle MM, le nombre de conditions d'échantillonnage et de paramètres est le même. L'estimateur GMM fournit un cadre d'estimation qui comprend les moindres carrés, les moindres carrés non linéaires, les variables instrumentales et le maximum de vraisemblance (Greene, 2011). L'estimateur GMM fournit également une méthode pour formuler des modèles et des estimateurs sans utiliser d'hypothèses fortes.

L'utilisation d'informations supplémentaires qui vont au-delà de ce qui est nécessaire pour identifier le modèle est un avantage clé, certains critiques affirmant que l'estimateur GMM est trop souple, cependant, s'il est utilisé dans le bon modèle, il peut permettre l'incorporation d'un plus grand nombre de variables. L'estimateur GMM permet de surmonter les problèmes liés au modèle à effets fixes, notamment le contrôle de la présence d'effets non observés spécifiques à l'entreprise et l'endogénéité des variables explicatives.

La méthode GMM a été utilisée dans de précédentes recherches sur la gouvernance d'entreprise (Abor, 2007 ; Feng, et *al.*, 2020 ; Zaid, et *al.*, 2020), elle présente l'avantage de prendre en compte les ajustements de retard dans l'endettement des entreprises au fil du temps. Tout d'abord, l'estimateur GMM permet de contrôler la simultanéité des variables et l'hétérogénéité non observée. Abor (2007) a constaté que l'estimateur GMM est capable de traiter des données très persistantes, telles que les données sur la propriété, une variable qui est incluse dans cette étude. Deuxièmement, l'estimateur GMM permet de contrôler les effets fixes spécifiques à l'entreprise, qui sont inobservables, mais peuvent néanmoins affecter les décisions financières d'une société. Troisièmement, le problème de l'endogénéité peut être surmonté en choisissant des instruments plus efficaces.

Le modèle dynamique se présente de la forme suivante :

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{it} + \gamma Y_{t-1} + \mu_i$$

La relation entre la variable dépendante (Y) et la variable indépendante (X) est rarement instantanée (Gujarati et Porter, 2009). La variable dépendante réagit sur la variable indépendante dans un laps de temps, appelé décalage. Trois raisons principales expliquent l'apparition de ces phénomènes décalés :

- ➔ Premièrement, des raisons psychologiques. Par exemple, une augmentation du pourcentage de la dette dans la structure du capital dépendra du caractère permanent ou non de l'augmentation. S'il s'agit d'une augmentation non récurrente, les périodes futures peuvent voir les niveaux de dette revenir à leur niveau antérieur.
- ➔ La deuxième raison des décalages est d'ordre technologique, l'imperfection des connaissances est un facteur essentiel à l'origine des décalages. Si l'on s'attend à ce qu'un changement soit temporaire, il est peu probable que les entreprises réagissent à ce changement. En particulier si l'on s'attend à ce qu'après le changement temporaire, une nouvelle baisse soit prévue et qui la ramènera en dessous de son niveau précédent. Cette raison est liée à la théorie des attentes, qui encourage un retard de comportement dû à l'hésitation des entreprises lors de la prise de décisions concernant leur structure de capital.
- ➔ La dernière raison est d'ordre institutionnel : des conventions peuvent être attachées aux dettes, ce qui peut empêcher les entreprises de modifier le pourcentage de leur dette pendant un certain temps. Une fois que la convention a expiré, l'entreprise n'est plus "bloquée" dans un type particulier de dette ou de capitaux propres. De même, en ce qui concerne les capitaux propres, les actionnaires peuvent empêcher les futures émissions d'actions au cours d'un exercice financier pour éviter la dilution de leur propriété (Gujarati et Porter, 2009).

La durée du décalage est définie par le recul du modèle dans le passé. Il en existe deux types : le modèle infini et le modèle à décalage distribué fini. Dans cette étude, la période de temps sera précisée et le second modèle sera utilisé.

$$Y_{it} = \alpha + \beta_0 X_t + \beta_1 X_{t-1} + \beta_2 X_{t-2} + \dots + \mu_{it}^{77}$$

⁷⁷ Modèle à décalage distribué fini

Le modèle à décalage distribué fini consiste à combiner les équations en première différence dans lesquelles les variables sont instrumentées par leurs valeurs retardées d'au moins une période. Les variables explicatives retardées d'au moins deux périodes sont utilisées comme des variables instrumentales.

2.2 Opérationnalisation des variables et modèles empiriques

Nous avons élaboré, dans le chapitre précédent, l'état d'art de la revue de littérature et qui nous a permis de définir notre cadre conceptuel de recherche. Ce dernier repose sur un ensemble d'interaction entre les variables dépendantes et indépendantes, dans le but de confirmer ou d'infirmer les hypothèses de recherche relatives à l'impact des mécanismes de gouvernance d'entreprise sur la structure du capital.

Cette section a pour principal but de présenter les différentes variables de recherche de notre étude quantitative, ainsi que leurs métriques associées, ce que nous l'appelons l'opérationnalisation des variables de l'étude. Ces dernières doivent prendre en considération la particularité du contexte des sociétés cotées au Maroc afin de refléter au mieux la réalité de ce dernier.

Afin de tester nos hypothèses de recherche, cette première sous étape empirique, qui est de nature expérimentale, distingue entre les variables dépendantes ou à expliquer et les variables indépendantes ou explicatives, mais aussi à la neutralisation de certains éléments externes à notre cadre de recherche pouvant l'influencer. Il s'agit des variables de contrôle à neutraliser. Enfin, nous jugeons intéressant de présenter nos modèles de recherche et de détailler la procédure d'estimation de leurs paramètres.

Nous allons dans cette étude diviser les variables indépendantes en trois catégories, à savoir les caractéristiques liées au PDG, la composition du conseil d'administration et la structure de propriété. Les variables de contrôle seront incluses dans tous les modèles, ce qui permet d'augmenter la validité externe des résultats (Feng et *al.*, 2020).

L'utilisation de différentes techniques d'estimation pourrait conduire à des résultats contradictoires. Les résultats de notre recherche seront discutés dans ce contexte. L'utilisation de trois mesures d'endettement, combinée à une modélisation linéaire et dynamique, pourrait entraîner des difficultés d'interprétation des résultats. Deux étapes de l'analyse seront utilisées dans cette recherche, la première étape est le modèle de régression linéaire et la deuxième est le modèle dynamique.

2.2.1 Variables dépendantes et indépendantes de l'étude

La sous-section suivante décrit les variables dépendantes et indépendantes, avec l'inclusion de leur source, les auteurs référence et les acronymes qui seront utilisés dans cette étude.

2.2.1.1 Variables dépendantes

Les variables dépendantes sont définies sur la base de recherches antérieures. Nous utilisons dans notre étude trois indicateurs distincts pour mesurer la structure du capital d'une entreprise: le ratio d'endettement total (REDT), c'est le ratio principal qui sera utilisé pendant les analyses préliminaires à la modélisation, le ratio d'endettement à court terme (RDCT) et le ratio d'endettement à long terme (RDLT) (Dasilas et Papasyriopoulos, 2015 ; Mirza et *al.*, 2017 ; Feng, et al, 2020). L'indicateur de la structure du capital qui est largement utilisé dans les études précédentes est le ratio REDT, défini comme étant le rapport entre la dette totale et le total des actifs (Wen et *al.*, 2002 ; Abor, 2007 ; Meah 2019 ; Sewpersadh, 2019 ; Udin et *al.*, 2019). Le ratio RDCT est mesuré par l'endettement à court terme divisé par le total des actifs et le ratio RDLT est calculé par l'endettement à long terme divisé par le total des actifs (Dasilas et Papasyriopoulos, 2015 ; Feng, et al, 2020).

2.2.1.2 Variables indépendantes

Au niveau de la présente étude, les variables indépendantes correspondent aux mesures liées aux caractéristiques du PDG, à la composition du conseil d'administration et aux attributs de la structure de propriété.

2.2.1.2.1 Mesure des variables relatives aux caractéristiques du PDG

Afin d'analyser le rôle du PDG dans l'influence de la structure du capital, nous sommes amenés à opérationnaliser les concepts liés aux caractéristiques du PDG tout en s'appuyant sur la revue de littérature et les différentes mesures utilisées.

L'impact des caractéristiques du PDG sur la SC sera analysé par quatre variables :

- A) La nationalité du PDG (NATI) (Ziadi et *al.*, 2017; Balaam, 2018) ;
- B) La durée du mandat du PDG (MAND) (Wen et *al.*, 2002 ; Malmendier et *al.*, 2011 ; Véronique, 2007 ; Brookman et Thistle, 2009) ;
- C) La séparation entre la présidence du conseil d'administration et la direction générale (DUAL) (Fosberg, 2004 ; Abor, 2007 ; Kempf et *al.*, 2013 ; Dasilas et Papasyriopoulos, 2015) ;
- D) L'âge du PDG (Malmendier et *al.*, 2011 ; Ben Mohamed et *al.*, 2012; Ziadi et *al.*, 2017).

A) Séparation des fonctions du PDG

La variable DUAL est une variable dichotomique qui prendra la valeur 1 dans le cas où les deux fonctions sont regroupées par une personne et la valeur 0 dans le cas contraire. La variable DUAL est l'une des variables les plus utilisées dans les travaux précédents (Abor, 2007 ; Bodaghi et Ahmadpour, 2010 ; Kang et Ausloos, 2017 ; Sewpersadh, 2019 ; Berke-Berga et Dovladbekova, 2019 ; Boussetta, 2019 ; Feng, et *al.*, 2020)

B) Age du PDG

L'âge du PDG est, certes, l'attribut le moins étudié dans les études précédentes. Afin de tester l'hypothèse (H1) afférente à l'impact de l'âge du PDG sur la structure du capital, et à l'instar des études précédentes, la seule mesure de la variable de l'âge du PDG sera par l'âge de ce dernier à l'année 2019.

C) Durée de mandat du PDG

Pour tester l'impact de la durée du mandat du PDG, nous nous sommes référés aux avis de nomination ou de révocation des PDG ou/et des PCA qui sont publiés sur le site web de l'AMMC et l'entreprise. La durée du mandat du PDG est la durée entre la date de publication de sa nomination et celle sa révocation ou de nomination d'un autre PDG et/ou PCA (Malmendier et *al.*, 2011 ; Ben Mohamed et *al.*, 2012 ; Ziadi et *al.*, 2017).

D) Nationalité du PDG

Afin de tester l'hypothèse H4, afférentes à l'impact de la nationalité du PDG sur la structure du capital, nous utilisons une variable binaire (NATI) qui prend la valeur 1 dans le cas où le PDG est marocain et 0 dans le cas contraire. Cette mesure a été utilisée en l'occurrence par Jalbert et *al.*, (2007) et Balaam, (2018).

2.2.1.2.2 Mesure des variables relatives à la composition du conseil d'administration

Le conseil d'administration est parmi les mécanismes de gouvernance d'entreprise qui a attiré le plus l'attention des chercheurs dans le domaine. Grâce à un éventail revu de littérature, nous avons tiré quatre variables pour étudier l'impact de ce mécanisme dans le cas du contexte marocain :

- A) Le pourcentage d'administrateurs indépendants (INDI) (Abor, 2007 ; Feng, et *al.*, 2020) ;
- B) La taille du conseil d'administration (TACA) (Abor, 2007 ; Shahzad et *al.*, 2017) ;
- C) La diversité du genre au sein du conseil d'administration (FACA) (Malmendier et *al.*, 2011 ; Naseem et *al.*, 2017) ;

D) Fréquence de réunions tenues par le conseil d'administration (RCA) (Naseem et *al.*, 2017 ; Thakolwiroj et Sithipolvanichgul, 2019).

A) Diversité du genre des membres du conseil d'administration

La littérature antérieure propose deux mesures pour opérationnaliser la présence des femmes au sein du conseil d'administration. La première est le pourcentage des femmes au conseil d'administration et la deuxième est une variable binaire qui par le pourcentage de femmes siégeant au conseil d'administration par rapport au total du membre d'administrateurs.

Dans notre étude, nous avons opté pour la première mesure, c'est-à-dire, la variable FACA sera mesurée à partir du pourcentage de femme membre du conseil d'administration (Naseem et *al.*, 2017 ; Thakolwiroj et Sithipolvanichgul, 2021).

B) Taille du conseil d'administration

En l'occurrence de plusieurs études (Wen, et *al.*, 2002 ; Abor, 2007 ; Vijavakumaran et Vijavakumaran, 2019 ; Berke-Berga et Dovladbekova, 2019 et autres), dans notre étude la variable TACA sera mesurée par le nombre total des administrateurs membre du conseil d'administration dans une année donnée.

C) Indépendance du conseil d'administration

Afin de tester l'impact de la présence des administrateurs indépendants siégeant au conseil d'administration sur la structure du capital, et à l'instar de la plupart des études précédentes, la variable INDI sera mesurée par le pourcentage d'administrateurs indépendants par rapport aux membres d'administrateurs au sein du conseil d'administration (Abor, 2007 ; Vijayakumaran et Vijayakumaran, 2019).

D) Fréquence des réunions

La fréquence des réunions du conseil d'administration présente l'activité de ce dernier, et sera mesurée par le nombre de réunion dudit conseil par an (Vafeas, 1999 ; Adams et *al.*, 2005 ; Brick et Chidambaran, 2010 ; Thakolwiroj et Sithipolvanichgul, 2019).

2.2.1.2.3 Mesure des variables relatives à la structure de propriété

Afin de tester l'impact de la structure de propriété sur la structure du capital, nous avons eu recours à quatre descripteurs largement utilisés dans la revue de littérature, à savoir :

- A) La concentration de la propriété (COPR) (Boateng, et *al.*, (2017) ;
- B) La propriété étrangère (INVET) (Zaid, et *al.*, 2020) ;
- C) La propriété managériale (PROM) (Vijaykumaran et Vijaykumaran, 2019) ;
- D) La propriété institutionnelle (PROI) (Uddin, et *al.*, 2019).

A) Concentration de la propriété

Il existe plusieurs autres façons de mesurer la concentration de la propriété d'une entreprise. Dans les études de Jensen et Meckling (1976), Leland et Pyle (1977), et Diamond (1984), le pourcentage de participation du plus grand actionnaire ou les cinq ou les dix plus grands actionnaires sont utilisés pour mesurer la propriété. Cependant, Cepedes et *al.* (2010) utilisent l'indice de Herfindal (la somme des carrés des fractions de capital détenues par chaque actionnaire individuel) pour mesurer la concentration de la propriété.

À la lignée des travaux de Boateng, et *al.*, 2017, Sewpersadh, 2019 et Feng et *al.*, 2020, pour mesurer la concentration de la propriété, nous utilisons le pourcentage d'actions détenues par le propriétaire majoritaire. Nous avons collecté cette donnée à partir des rapports d'activités annuels publiés par les entreprises sur le site de la bourse ou sur le site de l'entreprise.

B) Propriété institutionnelle

La propriété institutionnelle (PROI) représente dans notre étude les institutions (Banque, les compagnies d'assurance, les sociétés d'investissements et les caisses de retraites et sécurité sociale). Cette variable, à l'instar de Al-Najjar (2011) et Vijayakumaran, et Vijayakumaran (2019), est mesurée par le pourcentage d'action détenu par les investisseurs institutionnels par rapport au nombre total d'action.

C) Propriété managériale

La propriété managériale (l'actionnariat managériale) (PROM) fait référence au montant de la propriété détenue par les salariés dirigeants au sein de l'entreprise. À cet égard la variable PROM sera mesurée par le pourcentage d'action détenu par les salariés de l'entreprise (Huang et *al.* 2016 ; Uddin et *al.*, 2019 ; Faysal, et *al.*, 2020).

D) Propriété étrangère

Dans cette étude, la propriété étrangère est définie comme le pourcentage d'actions détenues par des actionnaires étrangers (Gurunlu et Gursoy, 2010 ; Tamimi, 2011 ; Meah, 2019 ; Zaid, et *al.*, 2020). Nous avons considéré comme investisseurs étrangers toute société dont le siège social est situé en dehors du territoire marocain.

2.2.2 Variables de contrôle

En plus des variables dépendantes et indépendantes, le modèle comprend certaines variables de contrôle des attributs des entreprises qui contrôlent les caractéristiques qui varient au cours du temps et qui peuvent également affecter les décisions des entreprises en matière de structure du capital (Wen et *al.*, 2002 ; Abor, 2007 ; Buvanendra et *al.*, 2017 ; Feng et *al.*, 2020).

- Il s'agit premièrement de la taille de l'entreprise (TAIL). La théorie du compromis soutient que le ratio d'endettement et la taille de l'entreprise sont positivement corrélés. Fama et French (2002) affirment que les grandes entreprises ont un niveau de diversification plus élevé et un niveau de revenus plus stable, de sorte qu'elles ont des coûts de faillite plus faibles. Ce document applique le logarithme de l'actif total (TAIL) pour représenter la taille des entreprises (Wen et *al.*, 2002).
- La deuxième variable de contrôle est la rentabilité de l'entreprise (RENT). Selon la théorie de l'agence, la rentabilité est positivement corrélée à la structure du capital. Le rendement de l'actif (ROA) est l'indice le plus couramment utilisé pour mesurer la rentabilité des entreprises. Par conséquent, le ROA est utilisé pour mesurer la rentabilité dans cette étude, qui n'est que le rapport du résultat net et l'actif total.
- La tangibilité (TANG), il s'agit de la troisième variable de contrôle. Cette dernière est calculée en divisant les immobilisations nettes par le total des actifs de l'entreprise. En effet, lorsqu'une entreprise désire avoir un prêt, les actifs corporels peuvent être utilisés comme une sorte de garantie, ce qui augmente la probabilité de le contracter.
- La dernière variable de contrôle est l'opportunité de croissance (CROIS), selon la théorie de financement hiérarchisé, il existe une corrélation positive entre la croissance des entreprises et l'effet de levier. Elle est mesurée par l'accroissement du chiffre d'affaires entre l'année N et N-1 (Mamadou, 2014). Le tableau 3.4 présente un résumé des variables utilisées dans cette étude.

Section 2 : Econométrie des données de panel et opérationnalisation des variables

Tableau 3.4: Récapitulatif des mesures des variables de l'étude

	Variables	Acronymes	Définitions
Variables dépendantes	Structure du capital	REDT RDCT RDLT	Ratio d'endettement total : totales dettes/ Total de l'actif ; Ratio d'endettement à court terme : Dette à court terme/ Total de l'actif ; Ratio d'endettement à long terme : Dettes à long terme/ Total de l'actif ;
Variables indépendantes	Caractéristiques du PDG	PDGDUAL PDGNATI PDGMAND PDGAGE	La dualité du PDG = Prend 1 si le PDG et aussi Président du CA, sinon 0 ; La nationalité du PDG = Prend 1 si le PDG est marocain, sinon 0 ; La durée du mandat de PDG : Le nombre d'années en poste de PDG de l'entreprise ; L'âge du PDG ;
	Composition du conseil d'administration	TACA ADMI FACA RCA	La taille du CA = Nombre des membres du CA ; Administrateurs indépendants dans CA = % d'administrateurs indépendants dans le CA ; Les femmes membres du CA : le % de femmes siégeant au CA ; Réunion du CA : Le nombre de réunions tenus par le conseil d'administration ;
	Structure de propriété	COPR INVET PROM PROI	La concentration de la propriété : La part de l'actionnaire majoritaire ; La propriété étrangère : Le pourcentage du capital détenu par les investisseuses étrangères ; La propriété managériale : Le pourcentage du capital détenu par les salariés-dirigeants ; La propriété institutionnelle : Le pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels ;
	Variables de contrôles	RENT TANG TAIL CROI	La rentabilité : Résultat net /Total de l'actif ; La tangibilité : Les immobilisations corporelles/ Total de l'actif ; La taille de l'entreprise : Ln (Total de l'actif) ; La croissance = [Chiffre d'affaire (CA) de l'année N] – CAN-1/ CAN-1 ; ²

Source : Elaboré par l'auteur

2.2.3 Modèles empiriques

Dans ce travail de recherche, nous avons opté pour une analyse sur des données de panel, du fait de sa double dimension des données (individuelle et temporelle) qui permet de rendre compte simultanément de la dynamique des comportements et de leur éventuelle hétérogénéité, ce qui constitue un avantage par rapport aux autres types de données que sont les séries temporelles et les coupes transversales.

Notre analyse de l'impact des mécanismes de gouvernance d'entreprise sur la structure du capital sera répartie sur trois mécanismes, à savoir, les caractéristiques du PDG, la composition du conseil d'administration et la structure de propriété. À cet égard, nous présentons dans les paragraphes suivants la composition des modèles empiriques qui seront testés dans le quatrième chapitre.

2.2.3.1 Description du modèle relatif aux caractéristiques du PDG

Les modèles 1, 1.1 et 1.2 permettent d'examiner l'impact des caractéristiques du PDG sur la structure du capital. Dans le modèle 1, la structure du capital est mesurée par le ratio d'endettement total, dans le modèle 1.1, la structure du capital est mesurée par le ratio d'endettement à court terme et dans le modèle 1.2, la structure du capital est mesurée par le ratio d'endettement à long terme.

Dans chaque modèle, il existe quatre variables indépendantes (PDGAGE, PDGNATI, PDGDUAL et PDGMAND) et quatre variables de contrôles (RENT, TANG, TAIL et CROIS).

$$\text{Modèle 1 : } REDT_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 PDGAge_{i,t} + \beta_2 PDGNati_{i,t} + \beta_3 PDGDUAL_{i,t} + \beta_4 PDGMand_{i,t} + \beta_5 RENT_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 TAIL_{i,t} + \beta_8 CROIS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Modèle 1.1 : } RECT_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 PDGAge_{i,t} + \beta_2 PDGNati_{i,t} + \beta_3 PDGDUAL_{i,t} + \beta_4 PDGMand_{i,t} + \beta_5 RENT_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 TAIL_{i,t} + \beta_8 CROIS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Modèle 1.2 : } RELT_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 PDGAge_{i,t} + \beta_2 PDGNati_{i,t} + \beta_3 PDGDUAL_{i,t} + \beta_4 PDGMand_{i,t} + \beta_5 RENT_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 TAIL_{i,t} + \beta_8 CROIS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

2.2.3.2 Description du modèle relatif à la composition du conseil d'administration

Les modèles 2, 2.1 et 2.2 ont pour objectif d'examiner l'influence de la composition du conseil d'administration sur la structure du capital. À la lignée des trois modèles précédents relatifs aux caractéristiques du PDG, les Modèles 2, 2.1 et 2.2 nous utiliserons aussi, respectivement, trois

ratios pour mesurer la structure du capital, à savoir le ratio d'endettement total (Modèle 2), le ratio d'endettement à court terme (modèle 2.1) et le ratio d'endettement à long terme (modèle 2.2).

$$\text{Modèle 2 : } REDT_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 FCA_{i,t} + \beta_2 TACA_{i,t} + \beta_3 INDI_{i,t} + \beta_4 RCA_{i,t} + \beta_5 RENT_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 TAIL_{i,t} + \beta_8 CROIS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Modèle 2.1 : } RECT_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 FCA_{i,t} + \beta_2 TACA_{i,t} + \beta_3 INDI_{i,t} + \beta_4 RCA_{i,t} + \beta_5 RENT_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 TAIL_{i,t} + \beta_8 CROIS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Modèle 2.2 : } RELT_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 FCA_{i,t} + \beta_2 TACA_{i,t} + \beta_3 INDI_{i,t} + \beta_4 RCA_{i,t} + \beta_5 RENT_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 TAIL_{i,t} + \beta_8 CROIS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

2.2.3.3 Description du modèle relatif à la structure de propriété

Les modèles 3, 3.1 et 3.2 ont pour objectif de tester les hypothèses H9, H10, H11 et H12 relatives à l'influence de la structure propriété sur notre variable dépendante. Cette dernière est mesurée aussi par les trois ratios précédemment décrits (Ratio d'endettement total (REDT), Ratio d'endettement à court terme (RECT) et ratio d'endettement à long terme).

$$\text{Modèle 3 : } REDT_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CONP_{i,t} + \beta_2 INVET_{i,t} + \beta_3 PROM_{i,t} + \beta_4 PROI_{i,t} + \beta_5 RENT_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 TAIL_{i,t} + \beta_8 CROIS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Modèle 3.1 : } RECT_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CONP_{i,t} + \beta_2 INVET_{i,t} + \beta_3 PROM_{i,t} + \beta_4 PROI_{i,t} + \beta_5 RENT_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 TAIL_{i,t} + \beta_8 CROIS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Modèle 3.2 : } RELT_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CONP_{i,t} + \beta_2 INVET_{i,t} + \beta_3 PROM_{i,t} + \beta_4 PROI_{i,t} + \beta_5 RENT_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 TAIL_{i,t} + \beta_8 CROIS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

2.3 Utilité et démarche de la deuxième sous partie empirique

Ce travail de recherche prend en considération que la collecte des données de cette première sous-phase empirique, qualifiée de « quantitative », a pu être affrontée à un biais statistique. Ce dernier concerne essentiellement la collecte des données secondaires relatives aux variables explicatives (ou indépendantes) concernant « les mécanismes de gouvernance d'entreprise ».

En effet, chaque entreprise aurait tendance à déclarer dans ses rapports ESG des informations idéales pour refléter une image meilleure par rapport à ses concurrents. Ceci conduira également à fausser l'interprétation des résultats.

De ce fait, une étude qualitative permettra d'enrichir la discussion des résultats. Cette dernière représentera la deuxième séquence de notre étude empirique et prendra la forme d'entretiens semi-directifs. Ces derniers seront menés auprès des responsables financiers membres d'un conseil d'administration ou des chargées de communication et gouvernance des entreprises de notre échantillon.

Les interviewés disposent d'une expérience incontestable dans les domaines de la stratégie, métiers de risque et en management. Pour mener ce travail, un guide d'entretien structuré en trois thématiques a été élaboré. Il s'agit :

- Les caractéristiques du PDG ;
- La composition du conseil d'administration ;
- La structure de propriété.

Chaque thème a été détaillé en plusieurs questions ouvertes pour amener les répondants à partager leurs pensées et leurs avis à propos de l'objet d'étude. Nous avons opté pour des questions courtes et directes pour récolter le maximum d'informations des personnes interviewées.

Le guide d'entretien est la pièce maîtresse dans un entretien semi-directif. Il permet au chercheur d'orienter et de peaufiner l'entretien au sens désiré. C'est un instrument qui n'exige pas un matériel complexe et il est facile d'y accéder. Toutefois, elle est une méthode fortement subjective puisqu'elle dépend fortement de la collaboration du répondant.

Sur cette lignée, notre guide a été également pensé pour être assez court afin de s'adapter aux disponibilités des interviewés et d'optimiser le temps de l'entrevue. La version détaillée avec toutes les questions se trouve au niveau des annexes....

Contrairement aux approches quantitatives, les études qualitatives ne font pas recours à l'échantillonnage (Marshall, 1996). Le critère de saturation est le déterminant du nombre de participants dans une étude qualitative (O'reilly et Parker, 2013). Le chercheur élargit la taille jusqu'à ce que les nouveaux répondants ne fournissent aucune information nouvelle (Mucchielli, 1991). Sandelowski (1995) s'est opposé à cette approche, puisqu'il a considéré que l'expérience du chercheur détermine aussi la taille de l'échantillon : un chercheur expert dans les méthodes qualitatives aura besoin de moins de participants par rapport à un chercheur débutant. Dans notre cas, le seuil de saturation a été atteint avec le 7ème répondant.

Nous nous sommes basés dans la phase de l'entretien semi-directif sur deux types de données qualitatives : informelles et formelles. Dans un premier temps, nous avons mené des discussions

avec des enseignants chercheurs et des cadres d'entreprises privées dans l'objectif de mieux cerner le guide d'entretien et définir l'ordre et le style des questions pour extraire le maximum possible d'informations. Dans une seconde étape, nous avons donné au guide d'entretien une portée formelle. Par la suite, nous nous sommes adressés à deux catégories de profils (Responsables financiers et chargés de communication et gouvernance), que nous avons interrogés directement.

L'étude qualitative nous permettra, d'une part, de mieux comprendre les liens de causalité entre les mécanismes de gouvernance d'entreprise et la structure du capital et, d'une autre part, de contextualiser l'objet de recherche étudié, ce qui nous a conduit à confirmer sa présence comme pratique courante dans la réalité marocaine.

Notons que cette phase qualitative sera basée sur les résultats de la partie quantitative. En effet, les participants ainsi que les items de cette étude qualitative seront sélectionnés à partir des données quantitatives, dans la mesure où la grille d'entretien reprendra la majorité des thématiques abordées dans l'étude quantitative.

Enfin, les résultats qualitatifs viendront s'ajouter à ceux quantitatifs afin :

- D'enrichir davantage l'interprétation et la discussion des résultats
- D'ouvrir de nouvelles perspectives de recherche ;

2.3.1 Techniques de recueil

Nous avons cherché à travers cette phase à mieux comprendre un phénomène et non pas à tester, Ainsi l'interview semi-directif s'est avérée l'outil le plus adéquat pour atteindre cet objectif. Pendant l'interview semi-directif, « *on laisse le sujet parler librement le plus longtemps possible sans l'interrompre. Quand le silence s'établit, on oriente, alors, la suite de l'interview : retours en arrière, questions pour aller plus loin, enfin, remises sur les rails quand les sujets se laissent entraîner dans des commentaires modérément intéressants.* » (Sebillotte, 1991, p:7).

La discussion orale est la voie de communication dans une interview semi-directive puisque « *les êtres humains tendent à mieux exprimer en parlant qu'en écrivant* ». Aussi, les deux parties dans l'entretien doivent parler la même langue afin d'éviter les distorsions et les mal compréhensions.

Galletta (2013) a identifié trois phases dans l'interview semi-directif. D'abord, une phase d'ouverture et d'implication. Elle consiste à : remercier le répondant pour sa participation et à lui présenter les objectifs de la recherche ainsi que ses grands axes. Durant la deuxième phase, le chercheur aborde des questions plus approfondies, tout en laissant le répondant parler

librement, sans interruption. À chaque fois que l'interviewée prévoit un champ intéressant, l'interviewer lui demande de donner davantage de détails et de clarifications, ce qui est susceptible d'apporter des éléments nouveaux et, par voie de conséquence, « élargir les frontières de la science ». La dernière phase consiste à revenir aux questions nécessitant une compréhension plus poussée. Elle constitue, aussi, une occasion pour connecter les différents axes de l'entretien. Le répondant a, alors, une compréhension large et holistique de la thématique étudiée, ce qui pourra engendrer des propositions précieuses.

Longhurst (2010) a souligné l'importance de l'anonymat et la confidentialité dans un entretien semi-directif. Le chercheur est tenu de cacher l'identité des répondants, à moins que ces derniers expriment expressément la volonté de lever le voile de l'anonymat. De même, l'interviewer doit se mettre d'accord à priori avec l'interviewé sur les frontières de la confidentialité dans l'entretien, c'est-à-dire les informations qui ne doivent pas figurer dans le rapport final.

Avant chaque entretien, l'interviewé doit être contacté par courriel, et doit recevoir une version électronique PDF du guide d'entretien pour s'assurer de sa compréhension de la problématique de notre travail de recherche. Cependant, il convient de noter que la prise de rendez-vous avec les différents responsables de ces sociétés nous a été très difficile vu leur charge de travail, les circonstances liées à la pandémie du Covid19 et la confidentialité des informations relatives à certains mécanismes internes de gouvernance.

Conclusion de la section

Au terme de cette section, nous avons eu l'occasion de défilier l'approche quantitative, première partie de l'étude empirique, ainsi que l'analyse des données de panel. Cette dernière a pour avantage de tenir compte à la fois de la dimension temporelle et d'une dimension transversale. Pour autant, le recours à l'économétrie de panel nécessite une analyse préalable des données (tests de spécification, d'autocorrélation et de multicollinéarité) avant d'effectuer le choix d'une méthode d'estimation (Effets fixes ou effets aléatoires).

Nous avons aussi mis le point sur l'opérationnalisation des différentes variables de l'étude (indépendantes, dépendantes et contrôles) qui repose sur la définition des mesures associées auxdites variables, une condition indispensable dans l'aboutissement de notre processus de recherche, avant de passer la présentation des modèles de régression.

La revue de littérature nous a permis d'avoir plusieurs mesures de variables, mais notre choix est justifié méthodologiquement et orienté vers les mesures les plus appropriées à notre contexte de l'étude, en tenant compte et en s'inspirant des études antérieures récentes. Ces mesures puisent dans notre conviction de bâtir un modèle solide capable de générer des résultats d'une grande teneur méthodologique.

Enfin, il est indubitable que l'étude quantitative basée sur des données secondaires pourrait ne pas apporter les réponses explicatives des liens de causalité entre les variables du phénomène étudié. Sur ce registre, nous avons présenté dans la dernière partie de cette section la démarche de l'étude qualitative qui nous permettra de compenser les limites de la première étude empirique et d'avoir une compréhension plus complète et plus approfondie du phénomène étudié dans la phase de discussion des résultats dans ses aspects généraux et spécifiques.

Section 3 : Présentation de l'échantillon de recherche

Après avoir présenté les différentes variables de notre étude et leur mesure de calcul, ainsi que les modèles économétriques dans la section précédente, il est capital de procéder à la présentation de notre échantillon objet de l'étude et la démarche de recueil de données nécessaires à la mise en œuvre de l'étude empirique.

Construire un modèle économétrique, sans maîtriser les caractéristiques de son échantillon, conduira à un modèle mal estimé, car chaque échantillon dispose de paramètres qui le caractérisent et leur maîtrise permet au chercheur d'éviter les anomalies pouvant biaiser les résultats et prépare le terrain pour un choix optimal du modèle à appliquer. C'est pour cela, nous avons trouvé judicieux que la troisième section soit dédiée à la présentation et la description de notre échantillon d'étude.

Sur ce, la présente section sera dédiée premièrement à la présentation de notre population cible ainsi que notre échantillon de recherche qui représente cette dernière. Notre échantillon est constitué de l'ensemble d'entreprises cotées en bourse des valeurs de Casablanca, dont nous avons exclu certaines entreprises pour des raisons méthodologiques.

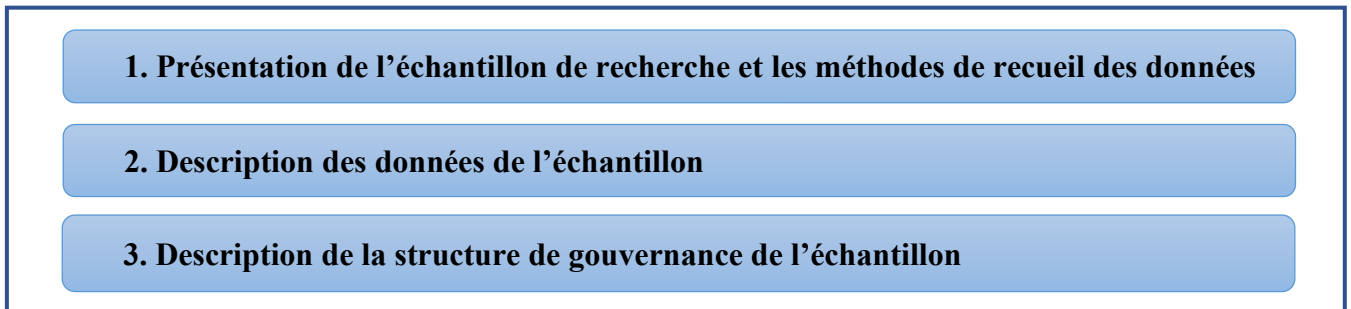
Deuxièmement, nous présenterons, et la justifier, la méthode de recueil de données quantitatives relatives à notre première étude empirique. La constitution de notre base de données repose sur des données secondaires qui ont été collectées à partir des rapports annuels, des états financiers, des notes d'informations, des avis d'assemblée générale, des rapports de gestion et de la base de données Decypha⁷⁸.

Enfin, nous allons présenter une description de la structure de gouvernance d'entreprise de notre échantillon de recherche.

Nous schématisons ainsi le plan de cette section dans la figure suivante :

⁷⁸ Decypha est une plateforme web d'intelligence financière permettant un accès à toutes les classes d'actifs et aux marchés de la zone MENA

Figure 3.7 : Plan de la section 3/chapitre 3



Source : Elaborée par l'auteur

3.1 Présentation de l'échantillon

La population visée par ce travail de recherche est principalement constituée des sociétés marocaines cotées en bourse des valeurs de Casablanca. Ce choix est justifié par deux raisons :

- Premièrement, la majorité des études antérieures ont travaillé sur les sociétés cotées, ce qui nous offrira une comparaison et une discussion pertinentes.
- Deuxièmement, les sociétés cotées ont l'obligation de publication des rapports et des états de synthèses et autres informations. Par conséquent, la disponibilité des données relatives à la gouvernance d'entreprise et la structure du capital.

Notre premier échantillon est constitué de 75 sociétés cotées en bourse de valeur de Casablanca (BVC). Les sociétés financières, les banques et les assurances, au nombre de 16, et les sociétés de placement immobilier, au nombre de 3, sont retirées de l'étude, ce qui laisse un total de 51 sociétés et couvrira la plupart des secteurs de l'économie marocaine. La raison de l'exclusion des sociétés financières, des banques et des assurances est due aux différentes structures de capital qui existent en raison de la nature du secteur dans lequel elles opèrent ainsi qu'il régit par une réglementation spécifique. En effet, l'endettement des sociétés financières ne peut être comparé à celui des sociétés non financières (Boussetta, 2019).

De plus, les entreprises ayant fait l'objet de fusion-acquisition ont également été exclues de l'échantillon puisque ces opérations seraient de nature à brouiller les effets dont on a besoin d'étudier.

L'échantillon final est composé de 51 sociétés marocaines cotées en bourse sur la période 2012-2019, ce qui représente environ 408 observations et un ensemble de données non équilibrées. Par conséquent, l'étude permet l'entrée et l'existence de sociétés au cours de l'échantillon, ce qui se traduit par un ensemble de données non équilibrées.

Afin d'éviter le biais de survie⁷⁹, nous n'avons pas éliminé les sociétés ayant quitté la bourse et ayant subi une faillite (Exemple de la SAMIR). Les résultats de ces études seront très probablement biaisés à la hausse, puisque les entreprises survivantes auront meilleure apparence que celles qui n'existent plus. Par exemple, de nombreuses bases de données sur les fonds communs de placement ne fournissent des données historiques que sur les fonds qui existent actuellement. Par conséquent, les fonds qui ont cessé d'exister en raison d'une fermeture ou d'une fusion n'apparaissent pas dans les bases de données. En général, ces fonds ont un

⁷⁹ Le biais de survie se produit lorsque les études sont menées sur des bases de données qui ont éliminé toutes les entreprises qui ont cessé d'exister (souvent en raison d'une faillite)

rendement inférieur à celui des fonds qui ont survécu. Par conséquent, l'analyse d'une base de données de fonds communs de placement avec un biais de survie surestimerait le rendement moyen des fonds communs de placement, car la base de données n'inclut que les fonds les plus performants.

Les sociétés qui étaient relativement nouvelles sur le marché boursier et qui ont récemment lancé une introduction en bourse sont exclues de l'étude, la période pendant laquelle cela a été jugé suffisant est de 4 ans et ce dans le but d'éviter le court-termisme. La majorité des introductions en bourse ont lieu avec une offre simultanée d'actions aux investisseurs. Ces introductions peuvent entraîner des modifications à court terme de la structure du capital d'une société, à cet effet, les entreprises dont les états financiers ne couvrent pas au moins quatre années de la période 2012-2019 sont exclues de l'échantillon.

Cette condition sera appliquée pour garantir que les changements dans la structure du capital ne soient pas affectés par une nouvelle cotation à la BVC. Une introduction en bourse se fait par l'émission de capitaux propres, par conséquent, au cours des premières années, la structure du capital peut consister en une pondération plus importante des capitaux propres au détriment des dettes, ce qui ne reflète pas la structure du capital d'une société.

Le tableau 3.5 ci-dessous résume les différentes étapes de filtrage ayant permis d'aboutir à notre échantillon final

Tableau : 3.5 : Filtrage de l'échantillon

Échantillon initial	75
Entreprises financières	-19
Entreprises de placement immobilier	-3
Entreprises ayant fait l'objet de Fusion-Acquisition	-1
Entreprises nouvelles sur le marché boursier	-1
Entreprises dont les données ne sont pas disponibles	-3
Echantillon final	51

Source : Elaborée par l'auteur

Afin de réduire le risque de valeurs aberrantes, les données sont *winsorisées*⁸⁰ au niveau de 1% à l'aide du programme Stata. Le processus de *winsorisation* des données garantit que les données ne sont pas faussées par des valeurs aberrantes. Dans cette étude, les variables fictives ne sont pas *winsorisées*, car elles sont liées entre 0 et 1. En ce qui concerne les autres ajustements, les entreprises qui ont des résultats absurdes, par exemple des ratios d'endettement excessifs et des valeurs comptables négatives, ont été exclues de l'analyse pour éviter de fausser les données.

3.1.1 Période de l'étude

Comme nous l'avons signalé dans la section 2 de ce chapitre, nous avons opté pour l'approche longitudinale, cette approche permet de mieux appréhender l'hétérogénéité et la dynamique des comportements des individus. À cet égard, la période étudiée est de huit années, soit de 2012 à 2019.

D'autre part, le choix de la période 2012 à 2019 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 par la disponibilité des données. Ainsi, nous avons choisi de nous arrêter à l'année 2019 afin d'éviter l'impact de la crise sanitaire covid-19 sur la structure du capital.

En outre, la période inclut la promulgation de la loi N° 78-12 modifiant et complétant la loi n° 17-95 relative aux sociétés anonymes. Celle-ci a introduit des amendements qui touchent principalement les sociétés cotées en bourse, en matière de transparence et de gouvernance d'entreprise.

3.1.2 Sources de données

La source initiale de toutes les données de la structure du capital est constituée à partir des états financiers publiés par les sociétés cotées sous forme de rapports sociaux et/ou consolidés annuels disponibles sur le site web de l'AMMC, de la BVC ou le site de CDG capital, des sites web des entreprises et de la plateforme Decypha MENA.

Par conséquent, la période pour laquelle les états financiers sont collectés est limitée à la période 2012-2019, les données sont collectées jusqu'à la fin de l'exercice financier, fin 2019. Conformément à la réglementation en matière d'information financière, les entreprises disposent de six mois pour préparer, puis publier leurs états financiers. Par conséquent, pour les

⁸⁰ La moyenne *winsorisée* est une méthode de calcul de la moyenne qui remplace initialement les valeurs les plus petites et les plus grandes par les observations les plus proches d'elles.

sociétés dont l'exercice se termine en décembre 2019, les états financiers ne seront pas publiés avant la fin du mois de juin 2020.

Les informations relatives aux pratiques de gouvernance d'entreprises sont collectées à partir des notes d'informations publiées soit sur le site web des sociétés ou le site web de l'AMMC qui vise, après examen de la pertinence et de la cohérence de l'information destinée aux investisseurs, les notes d'information des sociétés à l'occasion d'opérations d'appel public à l'épargne. L'objectif est de s'assurer que les investisseurs disposent de toute l'information pertinente pour prendre leurs décisions d'investissement. Ses notes d'information sont mises gratuitement à la disposition du public sur le site de l'AMMC et le site web de la bourse de valeur de Casablanca.

L'inconvénient des notes d'information c'est qu'elles sont figées dans le temps, ce qui fait que malgré qu'elles soient des documents qui fournissent le mieux d'informations sur la gouvernance elles ne sont actualisées qu'à l'occasion de nouvelles émissions. À cet effet, et pour compléter les données relatives à la gouvernance d'entreprise, nous avons également exploité d'autres documents à savoir les rapports annuels qui sont à priori plus dynamiques, mais assez affligés en termes d'informations sur la gouvernance des entreprises.

Nous avons également exploité d'autres sources d'informations publiques publiées soit sur les sites web des sociétés soit sur le site de l'AMMC sans pour autant préjuger de la réalité de leurs mises en œuvre. Ces sources comprennent les avis poste AGO et poste AGE, qui fournissent les données relatives à la nomination des nouveaux membres dépendants et indépendants du conseil d'administration et des comités, le renouvellement des mandats des anciens administrateurs, et les communiqués de presse.

3.2 Description des données de l'échantillon

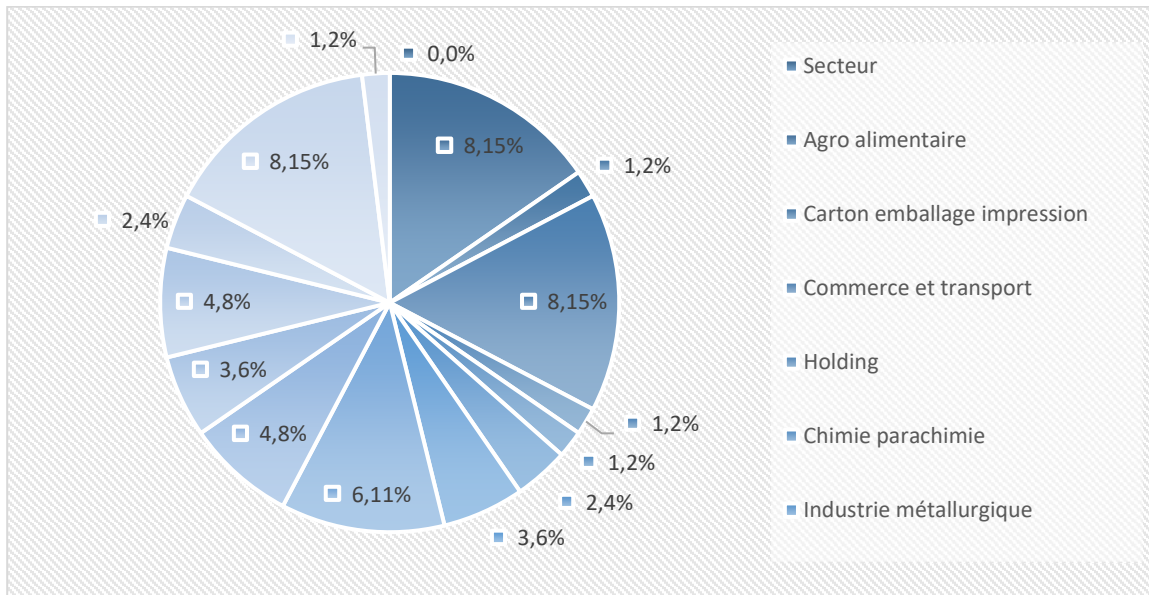
Dans la sous-section suivante, nous allons procéder à la présentation des caractéristiques, relatives à la gouvernance d'entreprise et la structure du capital, de notre échantillon.

3.2.1 Description sectorielle

Notre étude empirique est menée sur les sociétés cotées en bourse des valeurs de Casablanca durant la période 2012-2019. Au regard de la méthode d'échantillonnage retenue et de l'exclusion des entreprises des secteurs financiers, notre échantillon peut être classé en 14 secteurs tels que répertoriés dans le site de l'AMMC. L'étude a ainsi couvert 51 sociétés dont la répartition par secteur d'activité se présente comme suit :

Les secteurs les plus représentés, à parts égales, dans notre échantillon sont le secteur agro-alimentaire, le secteur de commerce et de transport et le secteur de télécommunications et nouvelles technologies suivirent par le secteur des matériaux de construction tel que présenté par la figure 3.8, le reste de notre échantillon est réparti uniformément entre les secteurs restants.

Figure 3.8 : Répartition des sociétés par secteur d'activité



Source : Elaborée par l'auteur

3.2.2 Représentativité des compartiments

La Bourse des valeurs de Casablanca propose aux émetteurs, désireux d'inscrire leurs actions à la cote, trois compartiments : le premier, le second et le troisième compartiment. Les conditions d'accès à chacun des trois compartiments sont adaptées à la taille de l'entreprise et de l'opération d'introduction envisagée. À titre d'exemple, les montants minimums à émettre lors de l'inscription en bourse sont de 250 000 titres et 75 millions de dirhams pour le premier compartiment, de 100 000 titres et 25 millions de dirhams pour le second compartiment et de 30 000 titres et 10 millions de dirhams pour le troisième compartiment (Source : site de l'AMMC).

Les sociétés de notre échantillon sont classées en trois compartiments, la répartition des sociétés par compartiment présente une concentration des sociétés dans le premier compartiment, avec une représentativité de 65%, le deuxième compartiment avec 20% et 15% pour le troisième compartiment.

Tableau 3.6: Répartition de l'échantillon par compartiment

Compartiment	Représentativité des compartiments	Nombre de sociétés
Premier compartiment	64,70%	33
Deuxième compartiment	21,56%	11
Troisième compartiment	13,72%	7
Total général	100,00%	51

Source : Elaboré par l'auteur

3.2.3 Répartition de l'échantillon selon le niveau d'endettement

La dette totale de notre échantillon est de 24 998 MDH, 36,7 % de la dette totale est détenue par les sociétés du secteur de commerce, dont nous avons neuf sociétés, par contre le secteur d'immobilier et de l'hôtellerie présente proportion de dettes totales de 27,27%, mais avec seulement quatre sociétés.

Tableau 3.7 : Répartition de l'échantillon par le total d'endettement

Secteur d'activité	% de dette	Nombre de sociétés
Agro-alimentaire	0,54%	7
Carton emballage impression	0,81%	1
Chimie parachimie	0,00%	1
Commerce et transport	36,71%	9
Holding	0,01%	1
Industrie électrique	19,82%	3
Industrie métallurgique	0,01%	2
Matériaux de construction	5,14%	5
Mines	1,48%	3
Pétrole-gaz et lubrifiants	0,90%	4
Pharmaceutique	2,17%	2
Sociétés immobilières et hôtelières	27,72%	4
Télécommunications et nouvelles technologies	4,68%	7
Total général	100,00%	51

Source : Elaboré par l'auteur

3.3 Description de la structure de gouvernance de l'échantillon

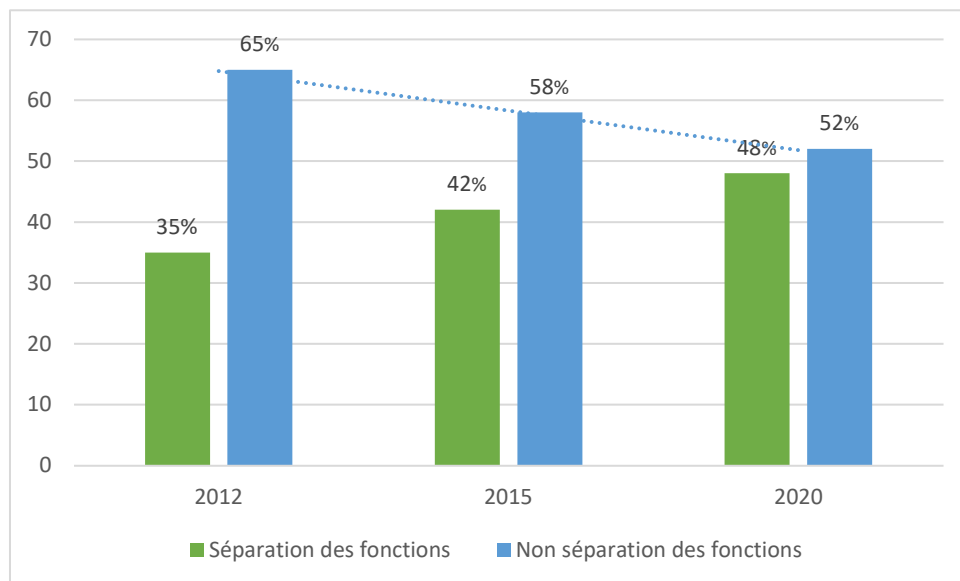
L'analyse descriptive a pour objectif de comprendre les particularités des phénomènes étudiés. C'est une analyse primaire qui porte sur les variables liées à la structure de gouvernances des entreprises de l'échantillon en termes de structure du conseil d'administration, structure de propriété et celle en rapport avec les caractéristiques des PDG.

3.3.1 Séparation des fonctions du Président du conseil d'administration et du Directeur Général

La séparation des fonctions entre le Président du conseil d'administration (PCA) et le Directeur Général (DG) constitue une des règles d'une bonne gouvernance. L'objectif de cette dissociation est de ⁸¹:

- éviter une trop forte concentration des pouvoirs entre les mains d'une seule personne ;
- Confier à des acteurs distincts les dimensions « gestion » et « contrôle » des décisions ;
- Instituer un contre-pouvoir qui agit comme un frein au laxisme et/ou à l'opportunisme ;
- Mieux répartir les responsabilités entre la stratégie à long terme de l'entreprise et sa gestion opérationnelle.

Figure 3.9 : Évolution de la séparation des fonctions du DG et PCA



Source : Elaborée par l'auteur

⁸¹ Résultats du questionnaire sur les pratiques de bonne gouvernance des sociétés cotées 2010
<http://www.ammc.ma/sites/default/files/Rapport%20sur%20les%20pratiques%20de%20bonne%20gouvernance%202010.pdf>. Consulter le 04/06/2021

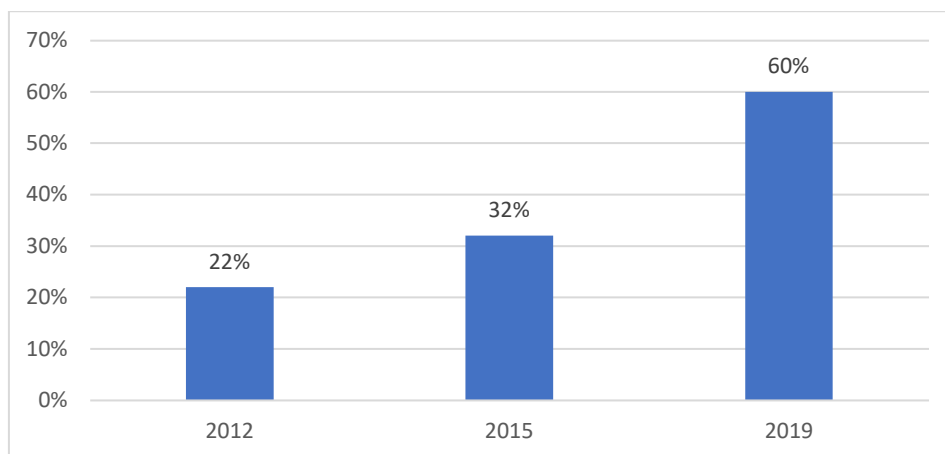
Selon la représentation graphique, la non-séparation des fonctions entre le PCA et le DG demeure prédominante avec 52 % des sociétés de l'échantillon en 2019. On remarque aussi qu'il y a une tendance, moins importante, à la séparation des fonctions du DG, cela est conforme aux nouvelles règles des bonnes pratiques de gouvernance publiées par l'AMMC, qui recommande de séparer les rôles de PCA et de DG.

Par ailleurs, selon les résultats de l'enquête réalisée par l'Institut Marocaine des Administrateurs (IMA) en 2015, certaines sociétés soulignent que la séparation des fonctions 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'expertise du métier, mais souhaite rester impliqué en tant que président du conseil.

3.3.2 Présence des administrateurs indépendants

Les derniers amendements de la loi n°17-95 relative aux sociétés anonymes exigent la nomination d'un ou plusieurs administrateurs indépendants dans les organes de gouvernance des sociétés faisant appel public à l'épargne et de la composition des comités d'audit des sociétés cotées qui doivent dorénavant compter au moins deux administrateurs indépendants dont le Président dudit comité. L'existence d'administrateurs non exécutifs au sein de l'organe de gouvernance de l'entreprise permet de porter un regard objectif et de garantir une certaine indépendance de jugement vis-à-vis des dirigeants.

Figure 3.10 : Évolution du nombre d'administrateurs indépendants dans les conseils d'administration



Source : Elaborée par l'auteur

Selon la figure 3.10, 60% des sociétés cotées de notre échantillon ont déclaré que leurs conseils d'administration étaient composés par aux moins un administrateur indépendant en 2019 dont près des deux tiers ont au moins deux indépendants, contre près de 22% en 2012. Une seule société (HPS SA) dispose de 4 administrateurs indépendants, et deux sociétés (AFRIQUIA GAZ et PROMOPHARM) disposent de 3 administrateurs indépendants.

Cette proportion indique un aspect de la part des organes de gouvernance aux exigences d'indépendance édictées par la loi 17-95, dans la recherche de l'impartialité des décisions et l'indépendance du jugement dans l'intérêt de l'entreprise et de ses parties prenantes. La quasi-totalité des sociétés du panel a publié la composition de leur conseil, mais seulement 49% ont publié le nombre d'administrateurs indépendants en 2015 contre 81% en 2019.

L'Institut Marocain des Administrateurs (IMA) a recensé l'indépendance des administrateurs en utilisant le terme utilisé par le code des bonnes pratiques de gouvernance : '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. Le Code de 2008 recommande qu'une place soit accordée aux « administrateurs non exécutifs ou indépendants » et que « l'indépendance de jugement » et « l'objectivité » soient exercées. L'article 67 de la loi 17-95 sur les sociétés anonymes stipule « les administrateurs qui ne sont ni présidents, ni directeurs généraux, ni salariés de la société exerçant des fonctions de direction doivent être plus nombreux que les administrateurs ayant l'une de ces qualités ».

Bien que l'OCDE ne définisse pas l'administrateur indépendant dans ses principes (2004) il recommande aux sociétés d'indiquer publiquement les administrateurs qu'elles jugent indépendant et de communiquer les critères d'appréciation en la matière. C'est au conseil (et à son comité de nomination et rémunérations) de définir les critères à examiner pour juger de l'indépendance de ses administrateurs.

Enfin, l'enquête réalisée l'IMA démontre 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, indépendance, notoriété et diversité des origines alors que la mixité arrive en dernière position⁸².

⁸² IMA en partenariat avec l'IFC, 2013, « Enquête sur les pratiques de gouvernance des sociétés cotés », p. 18.

3.3.3 Diversité du genre dans les conseils d'administration

Le CMBPGE recommande de veiller à la diversité des membres de l'organe de gouvernance (Conseil d'administration). Le conseil d'administration doit être composé de membres intègres, informés, compétents, impliqués, apportant une diversité (formation, parcours professionnel, équilibre hommes-femmes, âge, nationalités, ...) de nature à susciter de vrais débats et à éviter la recherche systématique du consensus ».

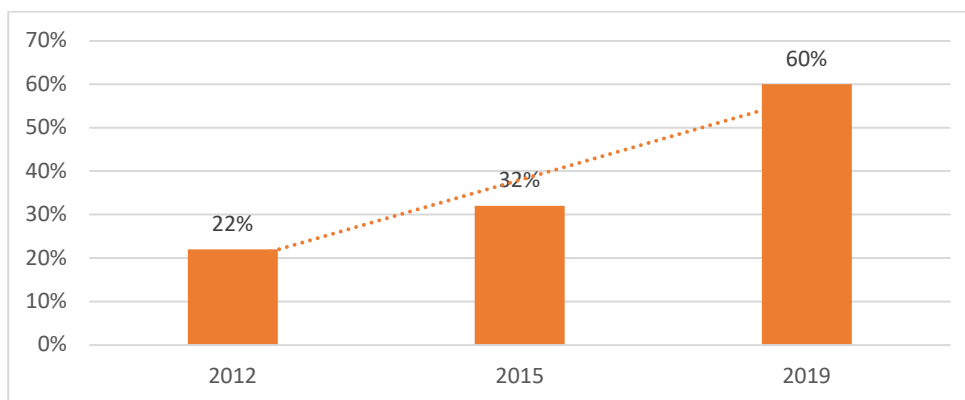
Une ancienne étude⁸³ réalisée par l'IMA sur « la représentativité des femmes dans les organes de gouvernance » a montré que sur l'ensemble des sociétés cotées :

- Les femmes représentent 11% des administrateurs ;
- 46% comptent au moins une femme dans leurs organes de gouvernance ;
- 4% comptent au moins 3 femmes dans leurs organes de gouvernance ;

Une autre récente étude⁸⁴ réalisée par l'AMMC en 2020 révèle que :

- Le nombre de femmes administrateurs a atteint 150, soit 17% du nombre total des administrateurs siégeant dans les conseils de l'ensemble des émetteurs ;
- Les femmes représentent 34% des administrateurs indépendants siégeant dans les conseils de l'ensemble des émetteurs ;
- Les femmes représentent 23% des administrateurs indépendants siégeant dans les conseils de l'ensemble des sociétés cotées.

Figure 3.11 : Évolution du nombre de femmes au sein des conseils d'administration



Source : Elaborée par l'auteur

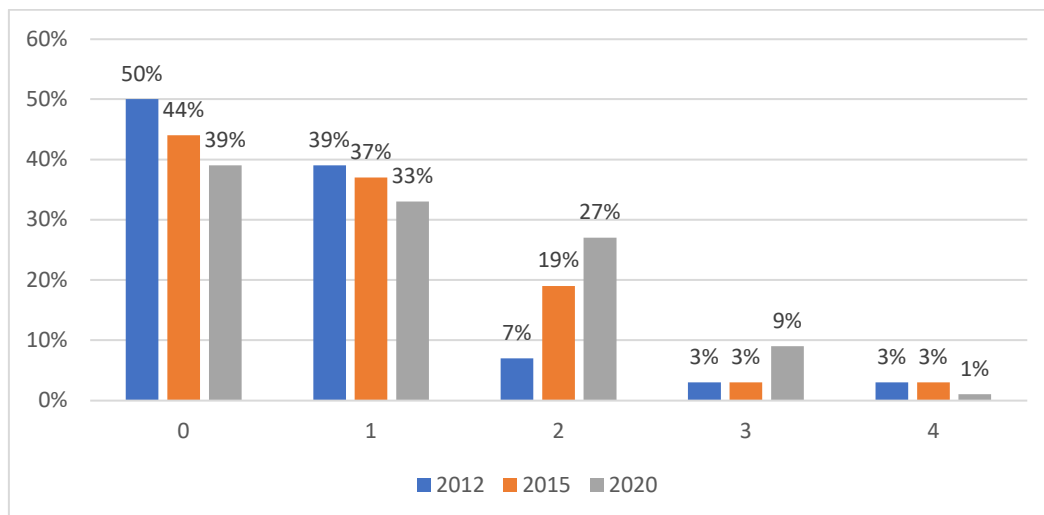
⁸³ IMA en partenariat avec l'IFC, 2013, « Enquête sur les pratiques de gouvernance des sociétés cotées », p. 16.

⁸⁴ AMMC, 2020, « L'AMMC livre son premier bilan relatif à l'application des nouvelles règles de bonne gouvernance par les émetteurs », p.2

L'analyse de la représentativité féminine dans les conseils d'administration de notre panel fait ressortir que les femmes représentent seulement 18% des membres des conseils d'administration en 2019 contre 10% en 2012 et 12% en 2015. Ce taux a enregistré un surplus de 8 points par rapport au taux de 10% publié en février 2013 dans l'étude commanditée par l'IMA sur « la représentativité des femmes dans les instances de gouvernance des grandes entreprises publiques et privées ».

La figure précédente démontre que depuis 2015 plus de 50% des sociétés cotées comptent au moins 1 femme administrateur au sein de leur conseil d'administration. En 2019, et après l'entrée en vigueur de la circulaire de l'AMMC n°03/19, adoptée en juin 2019, 61% des sociétés de notre échantillon comptent aux moins une femme administrateur.

Figure 3.12 : Nombre de femmes présentent au conseil d'administration



Source : Elaborée par l'auteur

Notre panel révèle aussi que la représentativité des femmes dans les conseils d'administration des sociétés cotées reste relativement basse, mais encourageante vu l'évolution remarquée sur le graphe ci-dessous.

Enfin, selon l'étude de l'IMA, 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 sont 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 femme.

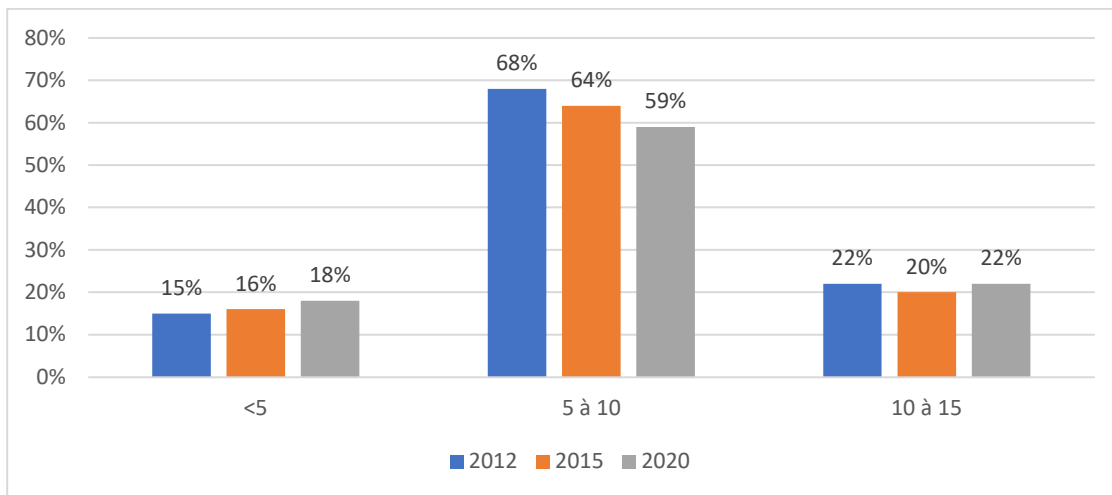
3.3.4 Taille du conseil d'administration

En ce qui concerne les critères relatifs à la composition de l'organe de gouvernance (conseil d'administration) en termes de composition de taille, sur toute la période de l'étude, les conseils d'administration se constituent aux moyennes de 9 administrateurs.

L'article 39 de la loi 17-95 relative aux sociétés anonymes prévoit un minimum de trois administrateurs et un maximum de 15, pour les sociétés cotées. 59% des sociétés du panel (soit un total de 31 sociétés) ayant un nombre d'administrateurs dans le conseil d'administration entre 5 et 10 en 2019 contre 68% en 2012 (soit 36 sociétés).

Globalement, la majorité des sociétés de l'échantillon communiquent la composition du conseil d'administration. Il existe deux sociétés de notre panel dont la taille du conseil d'administration ne dépasse pas 3 administrateurs à savoir la Société de Réalisations Mécaniques et la Société IB. Maroc. En outre, seulement la société Maroc Télécom avait une taille égale à 15 administrateurs.

Figure 3.13 : Nombre d'administrateurs au sein des conseils d'administration



Source : Elaborée par l'auteur

3.3.5 Répartition de l'échantillon selon la structure de propriété

La quasi-totalité de notre échantillon a un actionnaire majoritaire ou/et de contrôle qui serait automatiquement impliqué dans la gestion interne de la société. Les caractéristiques de la structure de propriété de l'échantillon se présentent comme suit :

- En 2019 :

- 65% des sociétés ont un actionnaire majoritaire détenant plus de 50 % du capital.
- 19 % des sociétés ont un actionnaire de contrôle qui détient la majorité des droits de vote.

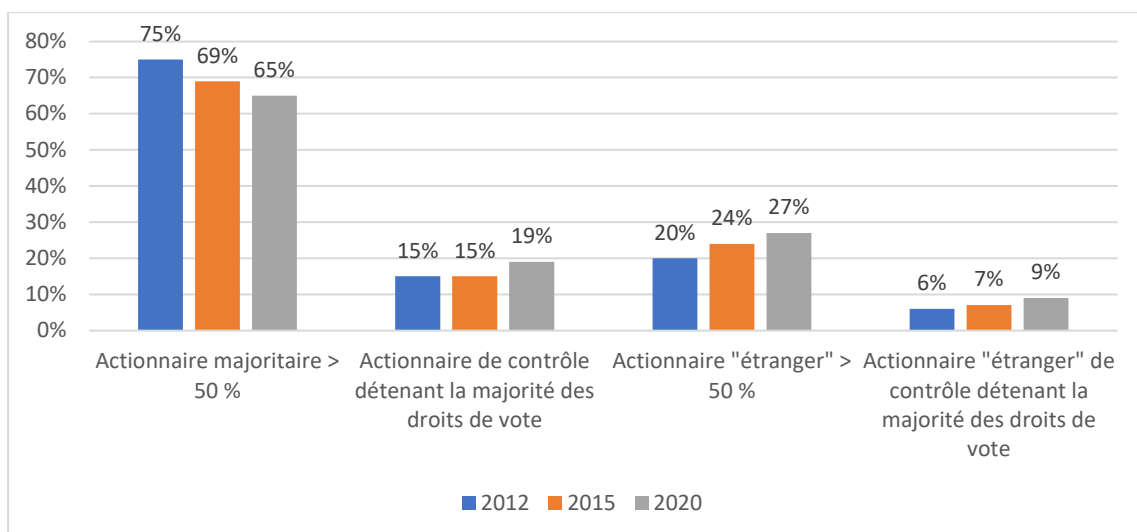
- En 2012 :

- 75% 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.

L'actionnariat majoritaire des sociétés du panel est dominé par les familles et les investisseurs institutionnels.

Deux sociétés de l'échantillon ayant un actionnaire majoritaire de plus de 90%, à savoir CENTRALE DANONE avec 99,71% en 2019 et PROMOPHARM avec 94,12%. Un modèle de gouvernance intéressant est celui du groupe COSUMAR qui fait l'exception avec un actionnaire majoritaire de référence (WILMAR avec 27,45% en 2019). Ce modèle dont le pouvoir est partagé entre l'actionnaire institutionnel et l'actionnaire de référence.

Figure 3.14 : Répartition de l'échantillon selon la structure de propriété



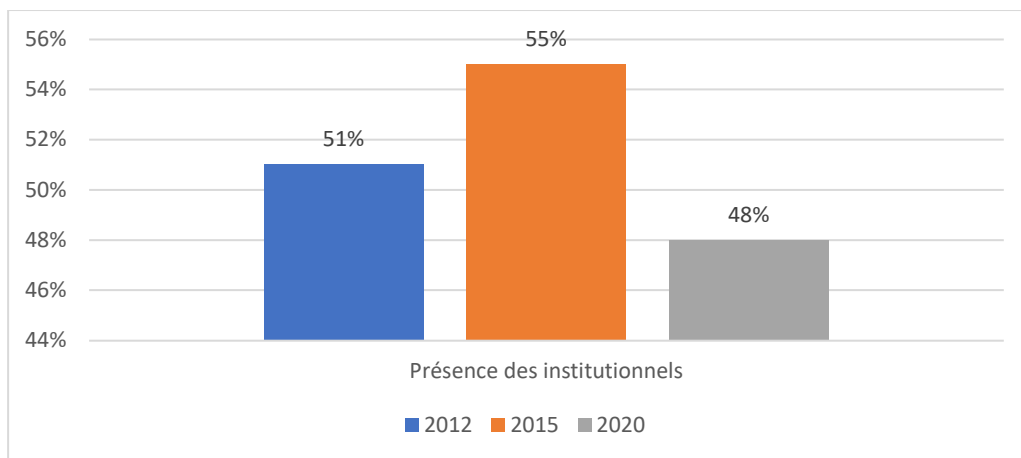
Source : Elaborée par l'auteur

27 % des sociétés de l'échantillon en 2019 ont un actionnaire étranger qui est souvent majoritaire ou détenant la majorité des droits de vote contre 26% en 2012 et 31% en 2015. 24 % des sociétés ont un actionnaire étranger qui ne détient pas le contrôle. 41% des sociétés en 2019 ont un capital composé exclusivement d'actionnaires marocains contre 36% en 2012 et 38% en 2015. Pour les pourcentages restants, ils représentent les sociétés dont un actionnaire étranger ne détient pas le contrôle.

3.3.6 La répartition de l'échantillon selon la structure de propriété : La propriété institutionnelle

La bourse de Casablanca a connu une forte animation durant les années 1990 et 2000 lors des programmes de privatisation et d'encouragement des entreprises à s'inscrire sur le marché boursier. Cela a permis l'émergence d'un nouvel actionnariat composé d'investisseurs institutionnels, d'investisseurs étrangers et de compagnies familiales inscrites sur le marché financier avec le désir de se procurer de nouvelles sources de financement⁸⁵.

Figure 3.15 : La répartition de l'échantillon selon la propriété institutionnelle



Source : Elaborée par l'auteur

Près 48% des sociétés de l'échantillon ont un actionnariat institutionnel en 2019 (caisse de retraite, assurance, fonds de placement, etc...) contre 55% en 2015 et 51% en 2012.

⁸⁵ Introductions à la Bourse de Casablanca : tendances, déterminants et résultats techniques » ministère des Finances et de la Privatisation, 2009.

Conclusion de la section

Cette section avait pour ambition de donner une image claire sur la décomposition et la description de notre échantillon, objet de l'étude, qui se constitue de 51 sociétés marocaines cotées en bourse.

Il ressort de cette analyse que les secteurs de commerce et de transport, ainsi que les secteurs d'immobiliers et hôteliers" représentent 64% du niveau d'endettement total de l'ensemble des sociétés de l'échantillon. C'est-à-dire que la structure du capital des sociétés cotées est composée de 64% d'endettement par deux secteurs seulement.

Ainsi, la structure de gouvernance dudit échantillon est marquée par une tendance baissière de la dualité du PDG durant les 4 dernières années, une faible présentation de femme dans les organes de gouvernance et une tendance haussière de présence des administrateurs indépendants siégeant au conseil d'administration. Ainsi, l'ensemble des sociétés se conforme à la taille décrétée par loi des SA relative au conseil d'administration (entre 3 et 15 membres).

Par ailleurs, l'analyse fait ressortir que la quasi-totalité de notre échantillon a un actionnaire majoritaire ou/et de contrôle avec une domination des familles et des investisseurs institutionnels dont 27% sont des investisseurs majoritaires étrangers.

Conclusion du troisième chapitre

Au terme du chapitre, nous avons eu l'occasion de formuler notre protocole méthodologique adopté afin de répondre à la question centrale de notre recherche ainsi que les questions sous-jacentes y afférentes par le biais des hypothèses de travail formulées à cet égard.

Nous avons structuré ce chapitre au tour de trois sections, à savoir : la présentation de la posture épistémologique et le design de la recherche, les méthodes d'analyse de données de panel et l'opérationnalisation des variables de l'étude, et enfin la présentation de l'échantillon de recherche, la méthode de collecte des données et leurs descriptions.

Sur ce sillage, dans la première section, notre conviction a été de mettre le point sur la posture épistémologique retenue qu'est le positivisme aménagé. Posture qui tient compte de la nature mixte de notre méthode de recherche. Quant au mode de raisonnement, nous nous situons dans une approche hypothético-déductive. Nous avons également élaboré dans cette section le design qui consiste à mettre en cohérence tous les composants de notre recherche afin d'en guider le déroulement et de limiter les erreurs d'inadéquation.

Par ailleurs, après avoir exposé les données de panel et les modèles empiriques au début de la deuxième section, nous avons délimité ensuite le choix entre les méthodes d'estimation via des tests de spécification. Puis nous avons présenté les apports de la modélisation dynamique comme solution au problème d'endogénéité des variables de l'étude.

Afin de construire le pont entre l'abstraction conceptuelle et l'opérationnel, nous avons mis en avant, dans cette deuxième section, l'opérationnalisation des trois catégories de variables de l'étude (dépendantes, indépendantes et contrôles). Il s'agit de la présentation des indicateurs pour mesurer les variables qui définissent les mécanismes de gouvernance et la structure du capital, ainsi que les variables de contrôle. Une étape très importante, car elle constitue le point de relais entre la théorie et l'empirique.

Quant à la troisième et la dernière section, nous avons essayé de présenter notre échantillon, tout en mettant le point les sources et la procédure de collecte de données relatives aux mécanismes de gouvernance d'entreprise et à la structure du capital. Cependant, dans l'objectif d'avoir une vue claire sur la décomposition de notre échantillon, nous avons conclu ce chapitre par une analyse descriptive des caractéristiques de l'échantillon de l'étude.

En guise de conclusion, nous pouvons dire que, d'après tout ce que nous avons pu présenter au niveau de ce chapitre, nous pouvons désormais présenter, interpréter, analyser et discuter les résultats des deux études ; quantitative et qualitative. Tout ceci va se faire au niveau du quatrième chapitre de notre travail de recherche.

A decorative blue floral border with intricate scrollwork and leaf patterns, framing a central text box.

Chapitre 4- Présentation et discussion des résultats

Introduction du quatrième chapitre

Après avoir situé notre étude à l'égard de son positionnement épistémologique le plus adapté et de sa méthodologie de recherche la plus appropriée, avoir choisi nos variables de recherche et procéder à leur opérationnalisation. Nous pouvons désormais passer à l'étape la plus importante de notre étude à savoir : la présentation, l'analyse, l'interprétation et la discussion des résultats de notre recherche.

L'objectif de ce chapitre est de consolider la valeur ajoutée de ce travail de recherche en testant empiriquement notre cadre conceptuel issu de l'analyse théorique. L'hypothèse générale de ce dernier suppose que les mécanismes internes de gouvernance d'entreprise impactent la structure du capital des sociétés cotées, représentatives de notre échantillon.

Rappelons que nous avons adopté une approche longitudinale (de 2012 à 2019) permettant d'observer dans le temps l'effet de l'évolution de ces mécanismes, et que cette recherche est de nature explicative et vise à répondre à la question centrale suivante :

Dans quelle mesure les mécanismes de gouvernance impactent-ils la structure du capital des sociétés marocaines cotées ?

Afin de tester la validité scientifique de notre recherche, nous avons mobilisé une méthode de recherche mixte. Pour répondre à cet objectif, deux études différentes seront successivement menées et seront inscrites dans le cadre d'un processus séquentiel, constitué de deux phases de recherches différentes. La première sous-phase correspond à une étude quantitative et la deuxième porte sur une analyse qualitative complémentaire.

Pour accomplir l'étude quantitative, nous allons adopter un acheminement à trois étapes ; nous allons commencer par l'analyse univariée, puis bivariée et enfin multivariée. La première étape aura pour objectif de dresser le profil de gouvernance et de la structure du capital des entreprises cotées composant notre échantillon et d'explicitier la méthode de traitement des observations aberrantes. De plus, la deuxième étape sera arborée afin de formuler les tests permettant de détecter un éventuel problème d'autocorrélation et/ou de multi-colinéarité. Enfin, la dernière étape sera mise en place pour élaborer les régressions nécessaires des modèles de l'étude.

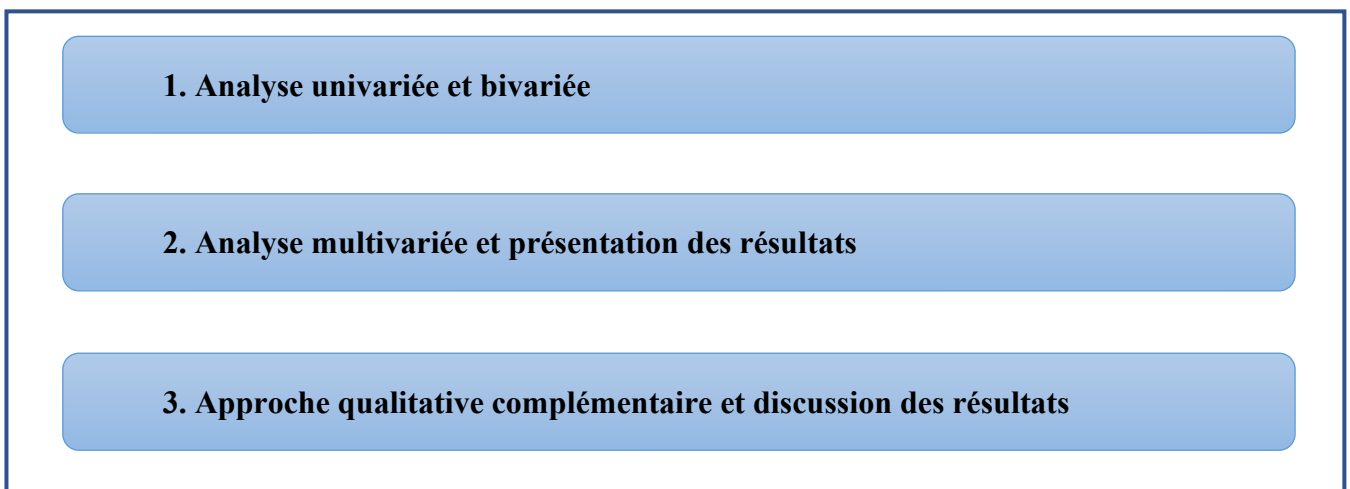
Pour ce faire, en premier lieu, nous allons adopter une modélisation linéaire qui sera complétée par des tests d'identification d'endogénéité des variables. Puis nous allons aborder la

modélisation dynamique qui résout le problème d'endogénéité. Afin de réaliser cette étude, nous allons utiliser le logiciel Stata pour le traitement des données et les tests statistiques.

Pour approfondir et expliquer plus en détail les premiers résultats quantitatifs, nous avons opté pour une deuxième phase qualitative via des entretiens semi-directifs avec des responsables financiers, ces derniers sont des membres du conseil d'administration de certaines sociétés cotées.

Nous nous schématisons le plan de notre dernier chapitre comme suit :

Figure 4 : Plan du **chapitre 4**



Source : Elaborée par l'auteur

Section 1 : Analyse univariée et bivariée

L'analyse univariée se donne principalement pour objectif de décrire l'échantillon étudié. Elle regroupe un ensemble de techniques statistiques permettant de mieux caractériser la distribution des variables introduites dans nos modèles (les variables dépendantes, les variables indépendantes et les variables de contrôle).

Nous soulignons que nous allons procéder à la détection des valeurs aberrantes dites *outliers* avant d'approfondir notre analyse multivariée. En effet, de telles observations peuvent résulter de situations exceptionnelles, d'erreurs de saisie des données, de changement d'unité, etc. Ainsi, ces données peuvent être critiques, en ce sens qu'elles peuvent conduire à des estimateurs biaisés conduisant à des distorsions importantes des résultats. Ces valeurs demandent donc un traitement approprié.

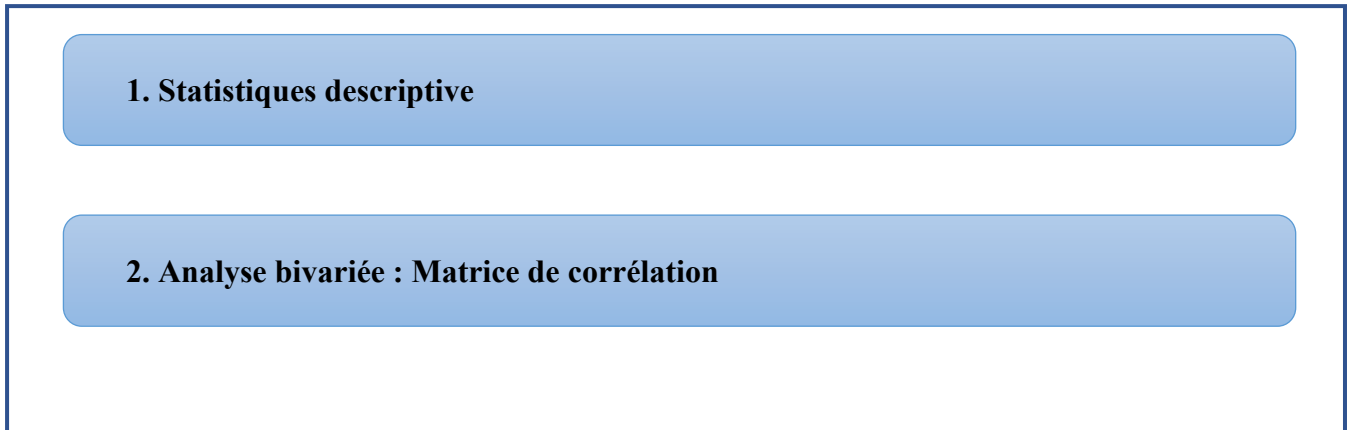
La deuxième partie de cette section sera consacrée à l'analyse bivariée. Ce type d'analyse consiste à étudier la corrélation entre les variables prises deux à deux. Elle repose sur la mise en évidence de l'existence ou non d'une corrélation, la détermination de son intensité ainsi que de sa direction (variation dans le même sens ou dans deux sens opposés).

En effet, le problème majeur dans le choix des variables explicatives réside dans le fait que les variables doivent être indépendantes. L'existence de corrélations entre les variables explicatives a pour effet de rendre instable l'estimation des coefficients de la régression. Force est de constater pour autant que l'existence d'une association ou d'une corrélation entre deux variables n'implique pas forcément l'existence de causalité entre elles.

De ce fait, le premier but recherché de l'analyse bivariée que nous comptons déployer, est de nous assurer de l'absence de multi-colinéarité entre les variables exogènes et de nous prononcer à priori sur la robustesse statistique du modèle empirique. Pour ce faire, de prime abord, le recours au calcul des coefficients de corrélation de Pearson est nécessaire pour émettre un avis sur l'existence ou non d'un problème de multi-colinéarité qui peut entacher notre modèle de régression. Ensuite, nous allons faire appel à un autre outil statistique, souvent recommandé pour tester le niveau général de multi-colinéarité, à savoir la Variance Inflation Factor (VIF).

Nous schématisons le plan de cette section comme suit :

Figure 4 : Plan de la *section 1*/chapitre 4



Source : Elaborée par l'auteur

1.1 Statistique descriptive de l'échantillon

Cette partie fournit la première analyse des données de cette étude par la voie des statistiques descriptives. Le tableau 4.1 visualise les caractéristiques de l'échantillon pour la période 2012-2019.

Le tableau 4.1 nous permet de faire une analyse descriptive préliminaire des données de notre échantillon. La dette est souvent contractée en la garantissant sur les actifs de l'entreprise, le ratio de la dette totale a été couramment utilisé dans plusieurs études précédentes (Abor, 2007 ; Frank et Goyal, 2009 ; Uddin et *al.*, 2019 ; Feng, 2020), il est calculé comme le total des dettes divisé par le total des actifs. Cette mesure de l'effet de levier pour les entreprises cotées en bourse des valeurs de Casablanca est en moyenne de 41 %.

Tableau 4.1 : Statistiques descriptives des variables indépendantes

Variables	Moyenne	Ecart type	Minimum	Maximum
PDGAge	58,92	12,00	39,00	82,00
PDGNati	0,83	0,11	0,00	1,00
PDGDual	0,51	0,10	0,00	1,00
PDGMand	10,20	3,60	1,25	36,00
FACA	0,23	0,09	0,00	0,18
TACA	8,20	2,70	3,00	15,00
INDI	0,07	0,08	0,00	3,00
RCA	3,01	1,66	2,00	7,00
CONP	0,50	0,07	0,267	0,99
INVET	0,05	0,03	0,00	0,52
PROM	0,19	0,02	0,00	0,81
PROI	0,28	0,04	0,00	0,82
RENT	0,07	0,06	-1,39	0,67
CROIS	0,02	0,02	-0,19	0,36
TAIL	6,68	2,26	3,55	10,29
TANG	0,25	0,08	0,00	0,73
REDT	0,41	0,11	0,01	0,95
RECT	0,28	0,17	0,01	0,77
RELT	0,14	0,08	0,00	0,61

Source : Elaboré par l'auteur à partir du logiciel Stata

Dans cette étude, l'endettement est divisé en dette à court terme (RECT) et dette à long terme (RELT). Le ratio RECT est mesuré par la dette à court terme en pourcentage de l'actif total, ce qui indique dans notre contexte que les sociétés cotées à la BVC ont, en moyennes, 28% de dette à court terme par rapport à l'actif total. Le ratio RELT est calculé par la dette à long terme en pourcentage de l'actif total. La moyenne dans cette étude est de 14% et indique que la dette

à long terme reflète 14% de la valeur de l'actif total. Cette conclusion est conforme à une récente étude marocaine (Bousetta, 2019) qui suit les niveaux de la dette sur toute la période 2008-2015. Le reste d'analyse de la statistique descriptive sera réparti en trois sous parties. En l'occurrence, une analyse des caractéristiques du PDG, puis une analyse de la composition des conseils d'administration et enfin une analyse de la structure de propriété.

1.1.1 Caractéristiques du PDG

En ce qui concerne les caractéristiques du PDG, il existe une fourchette élevée pour l'âge du PDG, il varie de 39 ans à 82 ans, la moyenne étant de 59 ans, ce chiffre est légèrement supérieur à l'âge moyen des PDG au monde (50 ans selon le rapport de Route to the top⁸⁶) ainsi qu'aux résultats de Brick et Chidambaran (2010) et de Yim (2013) pour les entreprises américaines, par contre, il est légèrement inférieur aux résultats de la récente étude de Ziadi, et *al.*, (2017) portant sur les sociétés françaises. Toutefois, la comparaison n'est pas faite avec une autre étude marocaine, et la large fourchette d'âge de cette étude montre qu'il n'y a pas d'âge minimum ou maximum concernant l'âge du PDG auquel les sociétés doivent se conformer.

La présence des cas où le directeur général (DG) et le président du conseil d'administration (PCA) occupent le même rôle représentent 51 % de l'échantillon. Cela est conforme au résultat obtenu par Berbou et Sadoqi (2020), les résultats indiquent que les sociétés cotées ont pris en compte les nouvelles recommandations de l'AMMC. La forte présence de dualité concerne les premières périodes des données couvertes, c'est-à-dire 2012-2015. Sur les 51 sociétés de cette étude, les 61% de cas de dualité concernent 33 sociétés, dont 15 sociétés présentent une dualité constante sur la période de huit ans.

Les objectifs de la séparation des deux rôles résident dans le fait que le contrôle, le pouvoir et la prise de décision ne sont plus contrôlés par une seule personne au sein d'une société, et la structure du capital est l'un de ces processus décisionnels. La prise de décision implique de discuter et de se mettre d'accord sur la source de financement que la société doit contracter. Les négociations pourraient modifier la décision, modifiant en fin de compte l'équilibre entre les dettes et les capitaux propres dans la structure du capital de la société.

Par ailleurs, les cas de dualité ont relativement diminué depuis l'introduction du code marocain des bonnes pratiques de gouvernance de 2015, par rapport à une étude précédente réalisée par IMA en 2013, où seulement 46% des sociétés marocaines se partageaient les rôles de DG et de PCA. Cette première conclusion n'est donc pas conforme à certaines études dans le contexte

⁸⁶ https://www.heidrick.com/-/media/Publications-and-Reports/Route_to_the_Top_2019.ashx

africain, dont nous citons l'étude réalisée sur les sociétés cotées en Afrique de sud, où Sewpersadh (2019) atteste que la présence de la dualité est en moyenne de 2%, ou l'exemple de l'étude de Abor (2007), dont 26,7% des sociétés ghanéennes cotées ont une structure dualiste.

En ce qui concerne la durée de la fonction du PDG, nous remarquons qu'elle varie considérablement (Variation entre 1 et 42 ans), la durée moyenne étant de 10,20 ans. La durée la plus longue est de 42 ans, comme c'est le cas pour la société Aluminium Maroc, puis 38 ans, à l'instar de UNIMER, ce sont deux sociétés familiales illustrant cette constatation. L'absence de règles concernant la durée mandat du de PDG pourrait empêcher son remplacement. Le résultat de cette étude est légèrement supérieur à la moyenne de 8,4 ans que l'on trouve dans une étude sur les sociétés ghanéennes cotées (Abor, 2007), et qui couvre la période de 1998 à 2003.

En dernier lieu, 83% des sociétés représentées dans cette étude ont un PDG de nationalité marocaine, ce qui indique que dans la majorité des entreprises, le PDG est d'origine marocaine, une dominance qui semble normale, plus particulièrement pour une étude fondée sur des sociétés marocaines. Bien que la variable nationalité soit rarement utilisée par les études précédentes, l'existence de PDG non marocain dans certaines sociétés nous oriente pour prendre en compte cette variable.

- ➔ Les implications sont les suivantes : si cette étude prouve l'existence d'un lien entre la nationalité du DG/PDG et les niveaux d'endettement, elle fournira un attribut supplémentaire sur les futures DG/PDG que doit posséder une société lorsqu'elles désirent le remplacer.

Au terme de cette analyse descriptive, nous avons pu dégager les différentes caractéristiques des variables de l'échantillon relatives aux caractéristiques du PDG. L'étape suivante consiste à effectuer une analyse descriptive de la composition du conseil d'administration.

1.1.2 Composition du conseil d'administration

L'analyse descriptive démontre que les femmes membres du conseil d'administration représentent 23% de l'ensemble des membres du conseil de notre échantillon. Ce résultat est supérieur à celui retrouvé dans le rapport de l'IMA sur « la représentativité des femmes dans les instances de gouvernance des grandes entreprises publiques et privées », qui stipule que 10% des administratrices des sociétés cotées en 2015 sont des femmes. Bien que certains conseils d'administration ne comptent aucune femme, d'autres en sont composés

majoritairement. Ce taux est relativement élevé par rapport à celui constaté dans d'autres pays comme la Jordanie qui est de 4,39% (Tamimi, 2011). Au Maroc, sauf pour les organismes de crédit, il n'existe pas encore de texte réglementaire sur l'équilibre homme/femme. 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.

Le même tableau montre que le nombre moyen d'administrateurs au sein du conseil d'administration est d'environ 8 personnes, allant d'un minimum de 3 membres à un maximum de 15 membres. Ce qui est une taille appropriée pour une société selon Jensen (1993), qui pense que la meilleure taille de conseil se situe entre sept et neuf. Une preuve de la conformité avec les lignes directrices de la loi n° 17-95 (Article 38) des SA au Maroc, qui préconise un conseil d'administration d'au moins 3 membres et 15 au maximum. 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 PDG.

De surcroît, la valeur moyenne de la composition du conseil d'administration par les administrateurs indépendants montre que le rapport entre ces administrateurs et le nombre total d'administrateurs siégeant au conseil d'administration est de 7%. Ce chiffre est légèrement inférieur à celui d'une étude marocaine antérieure pour la période de 2008 à 2015, qui souligne que 10,34% des administrateurs sont indépendants (Bousetta, 2019). Ce résultat reste significativement faible si on le compare à l'indépendance des conseils en Égypte, qui est de 68% (Abobakr et Elgiziry 2016). La faible représentation des d'administrateurs indépendants est due à l'optionalité de présence de ces administrateurs par le règlement avant 2019. En effet, le CMBPGE, promulgué en 2012, recommandait seulement la présence d'administrateurs indépendants (non exécutifs) « disposant de l'objectivité et de la liberté de jugement nécessaire à un exercice sain et serein de leur mission ». Cependant, dans cette étude, la fourchette varie entre 0% et 31%, ce qui indique que certaines entreprises ne se conforment pas aux recommandations proposées par le CMBPGE de 2008 et 2012.

En outre, l'intensité de l'activité du conseil est souvent mesurée par le nombre de réunions du conseil par an. Dans cette étude, le nombre moyen de réunions du conseil est de 3. Le nombre de réunion du conseil varie entre 1 et 4 réunions par an. Ce résultat est conforme à celui d'une étude marocaine antérieure (Madhar, 2016), qui indique que les sociétés cotées tiennent 3 à 4 réunions de Conseil d'Administration par an et mandatent 5 à 10 administrateurs. Dans une

étude antérieure de la CGEM, (2005)⁸⁷, le nombre de Conseils tenus se situe pour la plupart des sociétés entre 2 et 3 réunions par an, avec une durée moyenne d'une demi-journée par réunion pour la majorité des sociétés et un taux de présence dans la majorité des cas supérieurs à 50%. Un peu plus de la moitié des entreprises du panel ont communiqué le taux global d'assiduité des membres du conseil : 39% d'entre eux présentent un taux d'assiduité de 100%. Le taux moyen qui s'élève à 86% est proche de celui relevé en 2015. L'information du nombre de réunion du conseil est devenue disponible par le biais du site de l'AMMC, du site de la bourse de Casablanca ou les sites web des entreprises elles-mêmes.

L'étape suivante consiste à effectuer une analyse descriptive du troisième mécanisme de gouvernance d'entreprise dans notre étude, il s'agit de la structure de propriété des entreprises.

1.1.3 Structure de propriété

Dans cette étude, le pourcentage moyen d'actions détenues par l'actionnaire majoritaire est de 50%. Ceci dit, qu'un nombre important d'entreprises ont une très forte concentration du capital. Notre constat est cohérent avec les résultats de El Kich (2017) qui mettent en évidence la concentration du capital des sociétés cotées à la bourse de Casablanca. La concentration de propriété s'étend d'une valeur minimale de 26,23% à une valeur maximale de 99,71%.

La propriété par le biais d'investissements institutionnels est de 28%. Ce taux reste relativement bas par rapport à d'autres pays où la propriété institutionnelle peut aller jusqu'à 60% du capital des firmes non financières.

D'emblée, la propriété managériale est en moyenne de 19%, ce qui est conforme à une étude précédente dans le contexte marocain (Bousetta, 2019). Ce niveau très faible de propriété managériale dans entreprises cotées marocaines peut s'expliquer par la nature familiale des entreprises composant notre échantillon. Trébucq et D'arcimoles (2004) soutiennent, à ce titre, que le caractère familial de la firme réduit sensiblement la probabilité de présence d'un actionnariat managérial. Nous constatons également une très importante dispersion des observations, avec une valeur minimum de 0% et un maximum de 81,6%.

La propriété étrangère moyenne est de 5% dans cette étude, en comparaison avec une étude réalisée par l'AMMC en 2015 dont les participations des investisseurs étrangers demeurent minoritaires au sein des sociétés cotées marocaines. Selon ladite étude, presque les deux tiers des entreprises cotées affichent un taux moyen de détention inférieur à 6%. Cette constatation

⁸⁷ https://cpa.enset-media.ac.ma/Fixe/Gouvernance_Maroc.pdf. Consulter le 13/05/2021

indique un manque d'investissement dans les sociétés non financières cotées au Maroc par des sociétés étrangères.

Au terme de cette analyse descriptive, nous avons pu dégager les différentes caractéristiques des variables de l'échantillon. L'étape suivante consiste à identifier les données extrêmes pour pouvoir effectuer une analyse des corrélations entre les variables de l'étude.

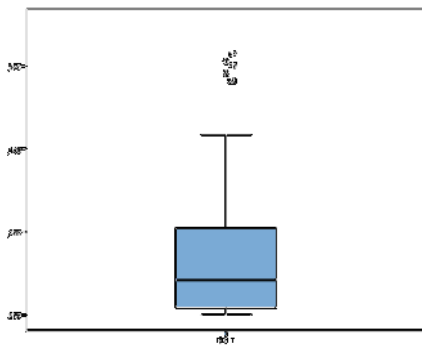
1.1.4 Identification et traitement des données extrêmes

Une valeur extrême (*outlier*) est une observation “*qui semble dévier notablement des autres éléments de l'échantillon auquel elle appartient*” (Grubbs, 1969, P. 2). L'examen des valeurs aberrantes dans une base de données a pour objectif de les identifier pour les supprimer, ou les conserver, ou les corriger avant d'ajuster des modèles non robustes (Filzmoser et Hron, 2008). Ces observations sont toujours considérées comme étant des données sensibles, en ce sens qu'elles peuvent être une source de contamination déformant l'information obtenue à partir des données brutes et ainsi conduire à des estimateurs biaisés. Ces valeurs demandent donc un traitement approprié pour les identifier ainsi que pour décider de les conserver ou de les supprimer.

Avant de procéder à l'opérationnalisation de la méthode adoptée pour le traitement de ces valeurs aberrantes dites *outliers*, la première étape consiste à les détecter. Il existe, en effet, plusieurs méthodes telles que la méthode de « Cook » qui s'appuie sur un indicateur statistique. La distance de Cook fournit l'impact d'une observation sur les coefficients de la régression. Elle indique pour chaque sujet la différence qui existe entre les valeurs des coefficients et ces mêmes valeurs si l'individu était exclu de l'analyse. La visualisation sur graphique (courbe ou nuage de points en général) des points très éloignés est également une des techniques largement utilisées pour détecter les observations extrêmes. D'autres méthodes plus simples consistent à mesurer les premiers et 99e quantiles ou à détecter les valeurs s'éloignant de la moyenne de 3 à 4 écarts-type.

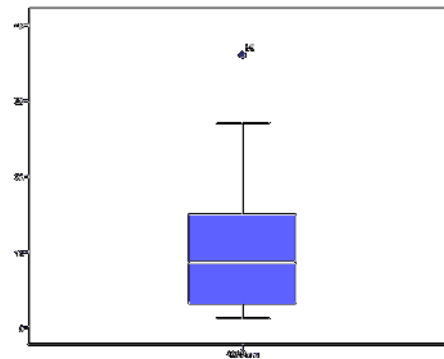
Dans le cadre de la présente recherche, afin de détecter les valeurs aberrantes, nous avons mené une analyse de la boîte à moustache par le logiciel Stata (commande *graph plot*), c'est une représentation graphique permettant de visualiser la distribution d'une variable et les valeurs extrêmes ou aberrantes.

Figure 4.1 : Représentation graphique des observations pour la variable RELT



Source : Elaborée par l'auteur à partir du logiciel STATA

Figure 4.2 : Représentation graphique des observations pour la variable PDGMAND



Source : Elaborée par l'auteur à partir du logiciel STATA

Les figures 4.1 et 4.2 présentées ci-dessus démontrent l'existence des valeurs extrêmes pour les variables RELT et PDGMAND. La représentation graphique des autres variables étant présentée en annexe 2.

Afin de réduire le risque de valeurs aberrantes, les données sont *winsorisées*⁸⁸ au niveau de 1%. Le processus de *winsorisation* des données garantit que les données ne sont pas faussées par des valeurs aberrantes. Dans cette étude, les variables fictives ne sont pas *winsorisées*, car elles sont liées entre 0 et 1.

Après avoir décrit les sociétés composant notre échantillon en fonction des critères des mécanismes de gouvernance et le niveau d'endettement ainsi que la détection et le traitement des valeurs aberrantes, il est temps de mener une analyse bivariée, ingrédient indispensable et préalable à l'analyse multivariée. L'analyse bivariée offre l'avantage d'aborder des questions si importantes dans n'importe quelle analyse économétrique telles que la corrélation, la multi-colinéarité et les hypothèses de normalité et d'homoscédasticité.

1.2 Analyse bivariée : Matrice de corrélation

Appliquée à notre échantillon de 51 entreprises, la matrice de corrélation de Pearson nous permet de nous assurer de l'absence des trois conditions préalables au recours à une régression. Celles-ci portant sur l'absence de multi-colinéarité bivariée entre les variables dépendantes et l'hypothèse de normalité des variables.

⁸⁸ La moyenne *winsorisée* est une méthode de calcul de la moyenne qui remplace initialement les valeurs les plus petites et les plus grandes par les observations les plus proches d'elles.

En effet, le problème majeur dans le choix des variables explicatives réside dans le fait que les variables doivent être indépendantes. L'existence de corrélations entre les variables explicatives a pour effet de rendre instable l'estimation des coefficients de la régression. Force est de constater pour autant que l'existence d'une association ou d'une corrélation entre deux variables n'implique pas forcément l'existence de causalité entre elles.

Dans cette optique, notre premier but de l'utilisation de l'analyse bivariée est de vérifier l'(in)existence de la multi-colinéarité entre les variables de l'étude. À cet égard, l'utilisation de la corrélation de Pearson est nécessaire pour identifier les coefficients de corrélation. Ensuite, et afin de tester le niveau général de la multi-colinéarité, nous faisons appel à la Variance Inflation Factor (VIF). En fin de compte, nous opterons pour les tests de comparaison des moyennes.

1.2.1 Analyse de corrélation et vérification d'absence de multi-colinéarité

La réalisation de la matrice de corrélation permet une analyse bivariée des corrélations entre les variables indépendantes. Il est d'usage de considérer que l'obtention de coefficients de corrélation supérieure à 0,8 est révélatrice d'un problème de multi-colinéarité entre les variables (Gujarati, 2009). Dans les paragraphes suivants, nous présentons les résultats des corrélations réalisées entre la variable dépendante et les variables indépendantes liées aux caractéristiques du PDG, à la composition du conseil d'administration et à la structure de propriété.

1.2.1.1 Caractéristiques du PDG

Le tableau 4.2 présente la matrice de corrélation et examine la relation entre la variable dépendante (REDT) qu'est le ratio d'endettement total, et les caractéristiques des PDG qui constituent les variables indépendantes. Nous remarquons qu'il n'y a aucun cas de forte corrélation⁸⁹ entre les variables indépendantes. Cependant, il existe plusieurs cas de corrélation significative au seuil de 5% et de 1%. Le coefficient de corrélation le plus élevé est de l'ordre de 0,385 (significatif au seuil de 1%) et qui associe la taille de l'entreprise (TAIL) et sa tangibilité (TANG). Ce résultat tend à suggérer que les entreprises de grandes tailles disposant d'un actif important. Cependant, la corrélation la plus faible (0,028) est relative à l'association de la nationalité du PDG (PDGNAT) et le ratio d'endettement total (REDT) au seuil de 1%.

⁸⁹ La forte corrélation se produit lorsque la relation entre deux variables à une corrélation de 0,8 ou plus (Gujarati et Porter, 2009)

Tableau 4.2 : Matrice des corrélations entre les variables indépendantes relatives aux caractéristiques du PDG et l'endettement

	PDGAge	PDGNati	PDGDual	PDGMand	RENT	CROIS	TAIL	TANG	REDT
PDGAge	1								
PDGNati	-0,095	1							
PDGDual	,103*	0,126	1						
PDGMand	,222*	0,068	0,274	1					
RENT	-0,127	-0,088	-0,029	0,06	1				
CROIS	-,158**	0,04	-0,12	-0,021	0,244	1			
TAIL	0,005	-,032**	0,055	,066*	0,134	0,181	1		
TANG	-0,104	0,049	-0,144	-0,035	-0,138**	0,207**	-,385**	1	
REDT	-,270**	,028*	-,017**	,023*	-,181**	0,009	,135*	,190**	1

*. La corrélation est significative au niveau 0.05

** . La corrélation est significative au niveau 0.01

Source : Elaboré par l'auteur à partir du logiciel Stata

- En ce qui concerne la relation entre les variables dépendantes et les variables indépendantes, la matrice démontre que la **nationalité du PDG** et la **durée du mandat du PDG** ont une corrélation positive significative avec le ratio d'endettement total au seuil de 5%. En outre, une faible corrélation est constatée sur la séparation entre la présidence et la direction générale (**DUAL**) et le ratio d'endettement total au seuil de 1%. Enfin, **l'âge du PDG** représente une corrélation négative significative au niveau de 1% avec l'endettement total, cela signifie que les PDG âgés en une politique de réduction des risques liés à l'endettement excessif.
- En termes de relation entre les variables indépendantes, il semble qu'il y a une corrélation **positive et significative au niveau de 5%** entre l'âge et la durée de mandat du PDG. Aucune autre relation n'existe entre les autres variables indépendantes.
- Quant aux variables de contrôle, si la rentabilité (**RENT**) présente **une relation négative significative** avec **REDT**, la tangibilité (**TANG**) présente une corrélation **positive significative** avec le **REDT**. Enfin, la taille (**TAIL**) de l'entreprise est corrélée **positivement** avec le **REDT**, c'est la raison pour laquelle on peut déduire que plus la taille de l'entreprise est grande, plus le taux d'endettement est important, ce qui est conforme aux résultats de Fama et French (2002).

Le tableau 4.3 révèle le résultat du test de multi-colinéarité utilisant les facteurs d'inflation de la variance (VIF). Selon Ainslie et *al.*, (2008), il y a une multi-colinéarité lorsqu'on trouve une forte corrélation entre deux ou plusieurs variables explicatives. Le résultat montre qu'il n'y a pas de problème de multi-colinéarité entre les variables indépendantes et les variables de contrôles, car les VIF moyens et les VIF individuels ne dépassent pas le seuil des valeurs VIF de 10 (Meah, 2019).

Tableau 4.3 : Test de multi-colinéarité par VIF des variables liées aux caractéristiques du PDG

Variabes	VIF	1/VIF
PDGAge	1,06	0,943396
PDGNati	1,04	0,961538
PDGDual	1,13	0,884956
PDGMand	1,14	0,877193
TAIL	1,17	0,854701
TANG	1,18	0,847458
RENT	1,02	0,980392
CROIS	1,02	0,980392

Source : Elaboré par l'auteur à partir du logiciel Stata

1.2.1.2 La composition du conseil d'administration

Le tableau 4.4 présente la matrice de corrélation et examine la relation entre la variable dépendante (REDT) qu'est le ratio d'endettement total, et les caractéristiques du conseil d'administration qui constituent les variables indépendantes. Il n'y a aucun cas de forte corrélation⁹⁰ entre les variables indépendantes.

L'examen de cette matrice nous permet de noter que le coefficient le plus élevé étant celui entre les variables tailles du **conseil d'administration et l'endettement (0,566)**. De ce fait, les variables indépendantes sont peu corrélées entre elles, ce qui est un indice de la qualité du modèle. Par ailleurs, tout en reconnaissant que la matrice de corrélation ne peut servir de base pour se prononcer sur les relations entre les variables, elle fournit tout de même des indications préliminaires sur les relations étudiées.

⁹⁰ La forte corrélation se produit lorsque la relation entre deux variables à une corrélation de 0,8 ou plus (Gujarati et Porter, 2009)

Tableau 4.4 : Matrice des corrélations entre les variables indépendantes relative à la composition du conseil d'administration et l'endettement

	FCA	TACA	INDI	RCA	RENT	CROIS	TAIL	TANG	REDT
FACA	1								
TACA	0,079*	1							
INDI	0,121*	-,103**	1						
RCA	-0,076	0,227	0,105	1					
RENT	0,064	0,149	0,061	,328*	1				
CROIS	-0,163	,216*	0,069**	0,056	0,245	1			
TAIL	0,124	,057*	0,185	0,104	0,134	0,181	1		
TANG	-0,119	0,202	-0,133	0,019	-0,137**	0,206**	-,385**	1	
REDT	-,113*	0,566	-,129*	-0,158	-,181**	0,009	,135*	,190**	1

* . La corrélation est significative au niveau 0.05

** . La corrélation est significative au niveau 0.01

Source : Elaboré par l'auteur à partir du logiciel Stata

Cependant, il existe plusieurs cas de corrélation significative au niveau de 5% et 1 %.

- La présence des administrateurs indépendants est négativement corrélée avec l'endettement (-0,129 au seuil de 5%), ceci-dit qu'une entreprise avec une plus grande proportion d'administrateurs indépendants aura moins de leviers financiers, car l'indépendance des administrateurs permettra de contrôler strictement l'équipe de direction par rapport au financement par emprunt (Anderson et *al.*, 2004). Par ailleurs, la variable FACA, mesurant la diversité du conseil d'administration, représente une corrélation négative (-0,113 au seuil de 5%) avec le REDT. Ce constat peut être expliqué par le fait que la présence des femmes au sein des conseils d'administration influe négativement sur le l'effet de levier de cette dernière.
- La taille du conseil d'administration est positivement associée, d'une part à la taille de l'entreprise (-0,057 au seuil de 5%), et d'autre part à l'opportunité de croissance (-0,216 au seuil de 5%), indiquant que la taille du conseil d'administration augmente avec la taille de l'entreprise. Ce résultat n'est pas surprenant et semble s'inscrire dans le prolongement des travaux de Pitol-Belin, (1987) qui met en exergue l'incidence de la catégorie à laquelle appartient l'entreprise sur la taille de son conseil. Les grandes entreprises nécessitent de disposer d'un nombre important d'administrateurs afin de pouvoir assurer la conséquente charge de travail. De même, la taille du conseil doit être importante afin de se doter des compétences et des expériences suffisantes et augmenter la capacité du contrôle de cet organe.

- Dans la même veine, nous notons une relation positive (-0,328 au seuil de 5%) entre la fréquence des réunions et la rentabilité des entreprises. Ce constat reflète que les discussions tenues lors des réunions du conseil d'administration tendent à obtenir des bonnes décisions qui permettent à l'entreprise de réaliser des bonnes performances.
- Étonnamment, il semble y avoir une forte corrélation négative entre la taille du conseil d'administration et l'indépendance du conseil (-0,103 au seuil de 1%), ce qui peut indiquer que plus la taille du conseil est importante, plus la proportion d'administrateurs indépendants est faible.

Tableau 4.5 : Le test de multicolinéarité par VIF des variables liées à la composition du conseil d'administration

Variabes	VIF	1/VIF
FCA	1,13	0,88652
TACA	1,29	0,77640
INDI	1,04	0,96525
RCA	1,04	0,96339
RENT	1,18	0,84746
CROI	1,19	0,84175
TAIL	1,02	0,97847
TANG	1,03	0,97087

Source : Auteur à partir du logiciel Stata 14

Sur la lignée du tableau 4.3, le tableau 4.5 retrace le résultat du test de multi-colinéarité utilisant les facteurs d'inflation de la variance (VIF) du modèle relatif à la composition du conseil d'administration. Le résultat montre qu'il n'y a pas de problème de multi-colinéarité entre les variables indépendantes et les variables de contrôles, car les VIF moyens et les VIF individuels ne dépassent pas le seuil des valeurs VIF de 10 (Meah, 2019).

1.2.1.3 Structure de propriété

L'analyse de l'adéquation des variables explicatives concernant la structure de propriété est opérée par le test de multi-colinéarité bivariée. En effet, cette vérification permet de montrer les éventuelles corrélations entre les variables indépendantes, leur intensité et leur sens. De ce fait, une analyse du coefficient de corrélation de Pearson est menée pour l'ensemble des variables explicatives. Il est d'usage de considérer que l'obtention de coefficients de corrélation supérieure à 0,8 est révélatrice d'un problème de multi-colinéarité entre les variables concernées (Gujarati, 2009).

Le tableau 4.6 présente la matrice de corrélation entre la variable dépendante (REDT) qu'est le ratio d'endettement total et la structure de propriété, représentée par quatre dimensions, qui constituent les variables indépendantes. Il n'y a aucun cas de forte corrélation⁹¹ entre les variables indépendantes. Cependant, il existe aussi plusieurs cas de corrélation significative au seuil de 5% et 1 %.

L'examen de la matrice de corrélation nous permet de noter que le coefficient le plus élevé étant celui entre les variables concentration de propriété et endettement (0,438). Par conséquent, les variables indépendantes sont peu corrélées entre elles, ce qui est un indice de la qualité du modèle.

Tableau 4.6 : Matrice des corrélations entre les variables indépendantes relatives à la structure de propriété et l'endettement

	CONP	INVT	PROM	PROI	RENT	CROIS	TAIL	TANG	REDT
CONP	1								
INVT	-0,128	1							
PROM	0,223	0,209	1						
PROI	-0,022**	0,452	-0,228**	1					
RENT	-0,121	0,547	-0,128	0,443	1				
CROIS	0,383	0,088	-0,107	0,182	0,245	1			
TAIL	-0,237**	0,284	0,533	0,492	0,134	0,181	1		
TANG	-0,322	-0,637	0,221	0,153	-0,137**	0,206**	-0,385**	1	
REDT	0,438*	0,117	-0,263	-0,263**	-0,181**	0,009	0,135*	0,190**	1

*. La corrélation est significative au niveau 0.05

** . La corrélation est significative au niveau 0.01

Source : Elaboré par l'auteur à partir du logiciel Stata

Le tableau ressort que :

- La matrice de corrélation montre que la présence des investisseurs institutionnels est négativement corrélée avec le ratio d'endettement (-0,263 au seuil de 1%), ceci dit les investisseurs institutionnels se soucient davantage du rendement de l'entreprise qu'à la gestion du portefeuille de cette dernière.
- Une association négative et significative au seuil de 1% est observée entre le pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels (PORI) et la concentration du capital (CONP). En effet, le coefficient de corrélation entre ces deux variables est de l'ordre de -0,022. Ce résultat n'est pas surprenant dans la mesure où la

⁹¹ La forte corrélation se produit lorsque la relation entre deux variables à une corrélation de 0,8 ou plus (Gujarati et Porter, 2009)

concentration du capital des sociétés dans les mains d'une coalition du contrôle dissuade les investisseurs institutionnels de posséder des parts du capital dans ce type de sociétés.

- Dans la même matrice, la variable concentration de propriété (CONP), exprimée par la part du capital détenue par l'actionnaire majoritaire, explique positivement (-0,438 au seuil de 5%) la structure du capital mesurée par le ratio d'endettement total (REDT). Le résultat trouvé est cohérent avec les présomptions de la théorie de l'agence qui considère que la charge de contrôler les dirigeants incombe aux propriétaires majoritaires, c'est-à-dire ceux qui supportent le risque résultant des actes managériaux (Taga, 2017).
- Par ailleurs, nous notons une corrélation négative et significative (-0,228 au seuil de 1%), entre la propriété managériale (PROM) et la variable PROI mesurant la part des investisseurs institutionnels dans le capital de l'entreprise. Une explication possible de ce résultat est que les investisseurs institutionnels ont un contrôle direct sur les actions managériales. De surcroît, les entreprises avec une propriété institutionnelle importante sont moins confrontées aux conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants.
- Une corrélation négative (-0,237 au seuil de 1%) entre la taille de l'entreprise (TAIL) et la concentration de propriété (CONP), ce qui peut être cohérent avec l'hypothèse que les petites entreprises sont généralement contrôlées par des familles dans le contexte marocain.

En outre, dans la même perspective des analyses de VIF précédentes, ces dernières ont été calculées pour les variables relatives à la concentration de propriété afin de tester la multi-colinéarité. Ainsi, comme le montre le tableau 4.7, rien n'indique qu'il existe une multi-colinéarité entre les variables explicatives. Aucune de ces variables n'a une valeur VIF supérieure à 10, le seuil suggéré par la littérature économétrique, ce qui indiquerait que le problème de multi-colinéarité ne menace pas les estimations empiriques.

Tableau 4.7 : Test de multi-colinéarité par VIF des variables liées à la structure de propriété

Variables	VIF	1/VIF
CONP	1,13	0,879
INVT	1,15	0,867
PROM	1,03	0,964
PROI	1,06	0,940
RENT	1,17	0,855
CROIS	1,18	0,845
TAIL	1,01	0,981
TANG	1,02	0,977

Source : Elaboré par l'auteur à partir du logiciel Stata

L'analyse des corrélations dans les tableaux 4.2, 4.4 et 4.6 montre que la plupart des variables liées à la structure de propriété sont liées soit positivement soit négativement à la variable (REDT) mesurant la structure du capital. Ces résultats sont cohérents avec les recherches précédentes qui trouvent des relations entre les mécanismes internes de gouvernance d'entreprise et la structure du capital (Abor, 2007 ; Dasilas, *et al.*, 2015 ; Toe, 2014 ; Feng *et al.*, 2020 et autres).

1.2.2 Normalité des variables

Vérifier la normalité des données continues est une étape cruciale avant la réalisation d'un test d'hypothèse mettant en jeu une ou plusieurs variables continues. Il s'agit donc de s'assurer que les variables continues sont distribuées selon la loi normale. Si cela est le cas, les tests d'hypothèse classiques sont applicables. Si la condition de normalité est violée, il faudra trouver une alternative dite "non paramétrique" au test d'hypothèse à réaliser.

La vérification de la normalité peut s'effectuer par deux méthodes, soit graphique soit par des tests statistiques. Les représentations graphiques, obtenues à l'aide d'un logiciel de traitement des données statistiques, permettent de visualiser, sur la même courbe, l'allure de la distribution de la variable étudiée tout en la comparant avec le graphe de la distribution de la même variable quand elle est supposée être gaussienne. Mais cette vérification à l'œil nu reste tout de même difficile pour juger la normalité. À cet effet, nous avons opté pour la vérification par les tests statistiques qui nous permettra d'avoir des valeurs précises afin de juger la normalité ou non des variables.

Nous allons soumettre les résidus de notre modèle aux tests de Skewness et Kurtosis les deux tests les plus largement recommandés pour le test de normalité. Ces deux tests sont couramment utilisés pour vérifier l'ajustement de la distribution d'une variable à une loi normale. Cette hypothèse est confirmée lorsque la significativité des tests est supérieure à 5% et rejetée lorsque ces résultats sont statistiquement significatifs.

Nous utilisons les coefficients de Skewness et de Kurtosis pour nous assurer que les variables suivent une distribution normale, condition nécessaire pour de nombreux tests statistiques. En effet, le coefficient de symétrie (skewness) est un indicateur qui permet de mesurer l'asymétrie d'une distribution. Nous parlons de distribution symétrique lorsque les valeurs sont distribuées de manière égale à partir du centre de la distribution (la valeur skewness égale à 0 dans ce cas de figure). D'autre part, la distribution est considérée comme asymétrique à droite ou à gauche lorsque la valeur « skewness » est positive ou négative (Carricano *et al.* 2010).

En ce qui concerne le coefficient d'aplatissement (Kurtosis), il mesure si sa distribution est "pointue" (recentrée autour de sa moyenne) ou au contraire étalée. En général, si le coefficient « Kurtosis » est négatif, cela veut dire que la population est peu homogène, et vice versa pour une valeur positive. Le tableau 4.8 présente les résultats des tests Skewness et Kurtosis pour trois variables, le reste des résultats sont sur l'annexe 3.

Tableau 4.8: Résultats des tests de normalité des variables

Variable	Obs	Pr (Skewness)	Pr (Kurtosis)	Adj chi2 (2)	Prob>chi2
PDGNATI	408	4.0273	2.0263	5.18	0.0077
FCA	408	0.1341	0.2104	4.77	0.2933
REDT	408	0.0656	0.1190	5.06	0.3138

Source : Elaboré par l'auteur à partir du logiciel Stata

Nous estimons que le coefficient de symétrie ou Skewness doit être inférieur à 2 et le coefficient d'aplatissement ou Kurtosis doit être inférieur à 1,5 pour considérer que la variable suit bien une loi normale selon Carricano et *al.* (2010). Ainsi, les variables qui présentent une violation importante à la normalité de la distribution concernent principalement la variable relative à la « dualité » et à la « nationalité ».

Ainsi, malgré que certaines variables semblent présenter une violation aux conditions de normalité, nous concluons que l'échantillon suit une distribution normale. En effet, selon le principe du théorème central limite, toute loi de probabilité converge en un certain sens vers la loi normale. De ce fait, vue que la plupart des variables suivent une distribution normale, et que la taille de notre échantillon est supérieure à 30 (condition d'invocation du théorème central limite), nous confirmons la normalité de nos données.

Conclusion de la section

Nous nous sommes évertués de purger, lors de cette première section, à travers une analyse descriptive, les différentes caractéristiques des entreprises composant notre échantillon. Ce dernier qui se compose de 51 entreprises marocaines cotées en BVC sur la période de 2012 à 2019.

Cette analyse descriptive des variables de l'étude nous a révélé des informations pertinentes relatives à la structure de gouvernance des entreprises ainsi que leur structure du capital. À savoir :

- L'âge moyen des PDG étant de 59 ans, la dualité est présente dans 51% des entreprises de l'échantillon,
- La durée moyenne du mandat est de 10 ans et 83% des sociétés utilisées dans cette étude ont un PDG de nationalité marocaine.

En ce qui concerne la composition du conseil d'administration, l'analyse renseigne que :

- Les femmes membres du conseil d'administration représentent 23% de l'ensemble des membres du conseil de notre échantillon,
- Le nombre moyen d'administrateurs au sein du conseil d'administration est d'environ 8 personnes,
- Le pourcentage d'administrateurs indépendants siégeant au conseil d'administration est de 7% et le nombre moyen de réunions du conseil est de 3.

Enfin, la structure de propriété est caractérisée par :

- Un pourcentage moyen de 50% d'actions détenues par l'actionnaire majoritaire,
- La propriété par le biais d'investissements institutionnels est de 28% aux moyennes,
- La propriété managériale est en moyenne de 19%
- La propriété étrangère moyenne est de 5% dans cette étude.

Nous avons également vérifié la normalité des variables à travers des tests statistiques, les résultats démontrent que la plupart des variables suivent une distribution normale, et que la taille de notre échantillon est supérieure à 30, ce qui nous permet de juger la normalité de nos données.

En guise de mieux comprendre la nature de relation entre la gouvernance d'entreprise et la structure du capital, la section suivante a pour but de confirmer ou d'infirmer nos hypothèses de recherche à travers nos modèles économétriques.

Section 2 : Analyse multivariée et présentation des résultats

La section précédente traite principalement l'analyse des données pour les associations univariées et bivariées entre les variables. Ces approches représentent les corrélations de base entre les variables. Cependant, il est difficile de tirer des conclusions empiriques à partir des résultats de ces types de corrélations. Par conséquent, et afin d'examiner correctement la relation entre les variables de gouvernance d'entreprise et la structure du capital des sociétés cotées, cette section présente l'analyse de régression multivariée en incluant des tests d'endogénéité et d'autres tests de diagnostic. Il nous semble judicieux de rappeler que notre modélisation s'inspire du modèle conceptuel général construit à l'issue de l'analyse des relations tirées de la littérature théorique et empirique.

La présente section est conçue pour analyser et présenter les relations afférentes entre les mécanismes de gouvernance et la structure du capital qui est mesurée principalement par le ratio d'endettement total qui sera par la suite divisé en deux sous-ratios.

Pour y parvenir, nous serons amené à tester empiriquement les hypothèses de recherche développées lors du deuxième chapitre et ce dans le contexte des entreprises marocaines cotées à la bourse de Casablanca. Cette manière de faire s'inscrit dans la continuité de l'analyse univariée et bivariée qui sert de prérequis à l'analyse multivariée.

Avant de tester empiriquement l'association entre les pratiques de gouvernance d'entreprise et structure du capital, nous procéderons à la vérification des conditions relatives aux résidus par des tests de spécifications.

Dans le but de contrôler l'éventuel effet d'endogénéité et éprouver la robustesse de nos résultats nous allons recourir, par la suite, à la méthode des moments généralisée (GMM) en panel dynamique. En effet, ce type de modélisation permet de corriger le problème d'endogénéité par l'utilisation d'une série de variables instrumentales générées par les retards des variables.

Nous schématisons le plan de cette section comme suit :

Figure 4.3 : Plan de la *section 2/chapitre 4*

1. Présentation et analyse des résultats de la modélisation linéaire

2. Modèle à effets fixes versus modèle à effet aléatoire

3. Variables endogènes et approche dynamique

Source : Elaborée par l'auteur

2.1 Présentation et analyse des résultats de la modélisation linéaire

Conformément à Feng et *al.*, (2020), les déterminants de la structure du capital dépendent de la mesure du ratio l'endettement utilisé. L'une des premières mesures qui ont été utilisées pour évaluer la structure du capital est la dette en tant que proportion du total des actifs (Rajan et Zingales, 1995 ; Michaelas et *al.*, 1999), ce ratio reste encore fréquemment utilisé dans la recherche (Wen, et *al.*, 2002 ; Abor, 2007, Meah, 2019, Feng et *al.*, 2020).

Notre étude empirique se caractérise par trois modèles avec trois indicateurs distincts pour mesurer la structure du capital d'une entreprise : le ratio d'endettement total (REDT) et qui sera le ratio principal de notre étude, et qui mesurera le niveau d'endettement total de l'entreprise, le ratio d'endettement à court terme et le ratio d'endettement à long terme (Mirza et *al.*, 2017 ; Feng et *al.*, 2020). L'indicateur de la structure du capital le plus utilisé est le ratio d'endettement total, défini comme étant le rapport entre la dette totale et le total des actifs (Abor, 2007, Uddin et *al.*, 2019, Feng et *al.*, 2020). Le ratio d'endettement à court terme est mesuré par l'endettement à court terme divisé par le total des actifs et le ratio d'endettement à long terme est calculé par l'endettement à long terme divisé par le total des actifs (Dasilas et Papasyriopoulos, 2015 ; Feng, et *al.*, 2020).

Tableau 4.9 : Mesures des variables dépendantes

Le ratio d'endettement total	$REDT = Total\ dette / total\ actif$
Le ratio d'endettement à court terme	$RECT = Dette\ à\ court\ terme / total\ actif$
Le ratio d'endettement à long terme	$RELT = Dette\ à\ long\ terme / total\ actif$

Source : Elaboré par l'auteur

Conformément aux études précédentes, les sociétés financières (banques, compagnies d'assurance et fonds d'investissement) sont exclues en raison des différences dans la structure du capital des sociétés financières et non financières (Abor, 2007).

Deux étapes d'analyse seront menées sur les données dans cette étude, il s'agit de la modélisation linéaire et de la modélisation dynamique. L'utilisation de deux types de modélisation pourrait présenter des différences dans les résultats en fonction de la technique de modélisation utilisée.

La première étape consiste à utiliser la modélisation linéaire qui nous permet d'examiner la relation entre la variable dépendante (REDT) et les variables indépendantes relatives aux trois mécanismes de gouvernance interne de l'entreprise.

Pour rappel, les modèles statistiques adoptés dans notre étude sont les suivants :

Modèles linéaires : Caractéristiques du PDG

$$\text{Modèle 1 : } REDT_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 PDGAge_{i,t} + \beta_2 PDGNati_{i,t} + \beta_3 PDGDUAL_{i,t} + \beta_4 PDGMand_{i,t} + \beta_5 RENT_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 TAIL_{i,t} + \beta_8 CROIS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Modèle 1.1 : } RECT_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 PDGAge_{i,t} + \beta_2 PDGNati_{i,t} + \beta_3 PDGDUAL_{i,t} + \beta_4 PDGMand_{i,t} + \beta_5 RENT_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 TAIL_{i,t} + \beta_8 CROIS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Modèle 1.2 : } RELT_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 PDGAge_{i,t} + \beta_2 PDGNati_{i,t} + \beta_3 PDGDUAL_{i,t} + \beta_4 PDGMand_{i,t} + \beta_5 RENT_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 TAIL_{i,t} + \beta_8 CROIS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Modèles linéaires : Composition du conseil d'administration

$$\text{Modèle 2 : } REDT_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 FCA_{i,t} + \beta_2 TACA_{i,t} + \beta_3 INDI_{i,t} + \beta_4 RCA_{i,t} + \beta_5 RENT_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 TAIL_{i,t} + \beta_8 CROIS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Modèle 2.1 : } RECT_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 FCA_{i,t} + \beta_2 TACA_{i,t} + \beta_3 INDI_{i,t} + \beta_4 RCA_{i,t} + \beta_5 RENT_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 TAIL_{i,t} + \beta_8 CROIS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Modèle 2.2 : } RELT_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 FCA_{i,t} + \beta_2 TACA_{i,t} + \beta_3 INDI_{i,t} + \beta_4 RCA_{i,t} + \beta_5 RENT_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 TAIL_{i,t} + \beta_8 CROIS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Modèles linéaires : Caractéristiques du PDG

$$\text{Modèle 3 : } REDT_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CONP_{i,t} + \beta_2 INVET_{i,t} + \beta_3 PROM_{i,t} + \beta_4 PROI_{i,t} + \beta_5 RENT_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 TAIL_{i,t} + \beta_8 CROIS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Modèle 3.1 : } RECT_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CONP_{i,t} + \beta_2 INVET_{i,t} + \beta_3 PROM_{i,t} + \beta_4 PROI_{i,t} + \beta_5 RENT_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 TAIL_{i,t} + \beta_8 CROIS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Modèle 3.2 : } RELT_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CONP_{i,t} + \beta_2 INVET_{i,t} + \beta_3 PROM_{i,t} + \beta_4 PROI_{i,t} + \beta_5 RENT_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 TAIL_{i,t} + \beta_8 CROIS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Le souci méthodologique lié généralement aux analyses statistiques impose une certaine rigueur quant à la démarche de travail de tout chercheur mobilisant ces outils. Cette rigueur est le gage, dans une certaine mesure, de la stabilité des résultats obtenus que le chercheur discute et tente de généraliser. Pour le cas de notre travail de recherche, avant d'estimer les paramètres de nos modèles de régression, nous tâcherons d'effectuer, de prime abord, un diagnostic initial afin de s'assurer de la présence ou l'absence d'un certain nombre de phénomènes liés aux résidus en l'occurrence de la normalité et l'homoscédasticité.

2.1.1 Test de spécification et vérification des conditions relatives aux résidus

Avant d'aborder la régression linéaire, plusieurs conditions sur les résidus doivent être vérifiées. Les résidus ($e_i = y_i - \hat{y}_i$) sont les écarts entre la valeur de Y observée sur l'individu n_i et la valeur prédite⁹². Le résidu e_i est une approximation du terme d'erreur ε_i . ces résidus doivent être en principe de distribution normale et de variance constante, nommée : l'homoscédasticité. L'étape suivante consiste à vérifier ces deux conditions (Normalité et l'homoscédasticité).

2.1.2 Normalité des résidus : test de Skewness et Kurtosis

Les résidus d'un modèle de régression linéaire doivent être normalement distribués, sinon la variable dépendante ou du moins une variable indépendante pourrait avoir une distribution erronée ou bien que des variables importantes soient manquantes.

Une évaluation de la compatibilité de la distribution des résidus du modèle avec une loi normale serait indispensable. Il faut donc s'assurer que la distribution de l'échantillon est compatible avec l'hypothèse de distribution gaussienne des variables analysées. L'analyse de la normalité des résidus s'effectue soit par graphique soit par les tests statistiques.

Nous allons soumettre les résidus de notre modèle aux tests de Skewness et Kurtosis, les deux tests les plus largement recommandés pour le test de normalité. Ils sont couramment utilisés pour vérifier l'ajustement de la distribution d'une variable à une loi normale. Cette hypothèse est confirmée lorsque la significativité des tests est supérieure à 5% et rejetée lorsque ces résultats sont statistiquement significatifs.

Tableau 4.10a: Résultats des tests de normalité des résidus

Variable	Obs	Pr (Skewness)	Pr (Kurtosis)	Adj chi2 (2)	Prob>chi2
ResdiusM1	408	0.4790	0.6289	0.63	0.6883
ResdiusM2	408	1.2751	1.0670	0.77	0.1129
ResdiusM3	408	1.2993	0.7273	0.84	0.1200

Source : Elaboré par l'auteur à partir du logiciel Stata

⁹² <https://fermin.perso.math.cnrs.fr/Files/Chap3.pdf>

D'après le tableau 4.11, nous remarquons qu'aucun coefficient d'asymétrie n'est supérieur à 2, aucun coefficient d'aplatissement n'est supérieur à 1,5, ainsi la probabilité est supérieure au seuil de significativité. En conséquence, nous pouvons dire que la distribution des résidus des trois modèles suit une loi Normale.

2.1.3 Homoscédasticité des résidus : Analyse par test de Breusch-Pagan

La deuxième condition que nous allons vérifier dans les prochaines lignes est l'homoscédasticité des résidus. Celle-ci est observée lorsque la dispersion des termes d'erreur est homogène indépendamment des valeurs de x_i et y_i .

Afin de détecter la présence d'éventuels effets spécifiques individuels, nous faisons généralement recours au test multiplicateur de *Lagrange de Breusch-Pagan* qui permet de vérifier l'existence ou non d'effets individuels aléatoires et donc de trancher sur le modèle « pooled » ou le modèle à effets aléatoires. L'obtention d'une probabilité inférieure au seuil de significativité entraîne le rejet de l'hypothèse nulle d'homogénéité traduisant l'existence d'effets individuels, ce qui justifie bien l'estimation en données de panel. En utilisant la commande *estat hettest* sous le logiciel Stata, le test a abouti au rejet de l'hypothèse nulle d'absence d'effets individuels aléatoires, ce qui confirme bien le choix de l'estimation en données de panel. Le problème du test est le suivant :

- H0 : homoscédasticité ;
- H1 : hétéroscédasticité.

Si la probabilité associée au test est inférieure à α , nous rejetons l'hypothèse d'homoscédasticité (H0). En revanche, si la probabilité est supérieure à α , l'hypothèse nulle est vérifiée et nous pouvons supposer l'homoscédasticité des résidus. Avec $\alpha = 5\%$ = seuil de significativité.

Le tableau suivant démontre les résultats du test *Lagrange de Breusch-Pagan* d'hétéroscédasticité des modèles de régressions.

Tableau 4.10b : Résultats du test *Lagrange de Breusch-Pagan*

Modèle	Test de Breusch-Pagan
Modèle 1	chi2 (01) = 133.37 – p-value=0.0000
Modèle 2	chi2 (01) = 173.38 – p-value=0.0000
Modèle 3	chi2 (01) = 109.88 – p-value=0.0000

Source : Elaboré par l'auteur à partir du logiciel Stata

Le résultat du test d'hétéroscédasticité des trois modèles (1, 2 et 3) nous démontre que les p-valeurs des tests sont inférieurs à 5%, ceci implique automatiquement le rejet de l'hypothèse nulle. Ce test nous a donc révélé l'existence du phénomène d'hétéroscédasticité entre les erreurs. Dans ce cas, l'application de la méthode des Moindres Carrés Ordinaire n'est pas valable sauf après correction dudit phénomène. C'est pourquoi, nous allons corriger le problème d'hétéroscédasticité par l'ajout de la commande *vce (robust)*⁹³ à la fin de la commande de régression durant les tests multivariés.

À ce niveau, nous essayerons de répondre à la question du choix entre les modèles. Nous allons nous baser sur les tests de spécification pour choisir la meilleure estimation. Comme nous l'avons signalé dans le chapitre méthodologique, nous procédons dans l'étape suivante à distinguer si ces effets à l'origine de l'hétérogénéité sont fixes ou aléatoires, et ce par l'application du test d'Hausman.

Après avoir présenté les modèles statistiques à tester, nous présentons dans les tableaux 4-11, 4-12 et 4-13 les résultats obtenus pour déterminer les variables du modèle les plus discriminantes. La régression est menée à l'aide du logiciel Stata.

Tableau 4.11 : Résultats du test de la modélisation MCO de l'effet des caractéristiques du PDG sur la structure du capital

Variables	Modèle 1	Modèle 1.1	Modèle 1.2
PDGAGE	0.0028*** (1.82)	0.0025* (1.09)	0.0024* (2.87)
PDGDUAL	0.0535 (0.54)	0.0473 (0.49)	0.0457 (0.33)
PDGMAND	-0.0032 (-1.31)	-0.0029 (-1.82)	-0.0028 (-0.12)
PDGNATI	0.0751*** (0.92)	-0.0664* (-1.23)	0.0642*** (0.15)
CROIS	0.2939** (1.23)	0.2597** (1.52)	0.2513** (1.65)
RENT	-0.1109*** (-1.66)	-0.0980 (-2.25)	-0.0949** (-0.57)
TAIL	-0.0176** (-1.24)	0.0156*** (0.42)	-0.0150 (-1.66)
TANG	0.1589** (0.63)	-0.1404* (-0.87)	0.1359* (1.65)
C	0.2564*** (3.63)	0.2266*** (2.09)	0.219*** (1.80)
R-squared	0.4142	0.3748	0.4038
Prob(F-statistic)	0.0009	0.0000	0.0007

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

Source : Elaboré par l'auteur à partir du logiciel Stata

⁹³ VCE est robuste à l'hétéroscédasticité des erreurs. Panel Data Analysis Fixed and Random Effects using Stata (v. 4.2). Oscar (2007)

Tableau 4.12 : Résultats du test de la modélisation MCO de l'effet de la composition du conseil d'administration sur la structure du capital

Variabes	Modèle 2	Modèle 2.1	Modèle 2.2
FACA	-0.0063 (-0.283)	0.0059 (2.11)	-0.0055 (-0.29)
TACA	-0.0229*** (-0.10)	-0.0292*** (-0.11)	-0.0331*** (-0.11)
INDI	-0.0938*** (-0.35)	0.0922 (1.40)	-0.0855*** (-0.48)
RCA	-0.0432*** (-0.65)	-0.0339*** (-0.61)	-0.0321*** (-0.51)
CROIS	0.0373*** (1.35)	0.0290** (1.20)	0.0229** (1.35)
RENT	-0.0366*** (-1.36)	-0.0980*** (-1.25)	-0.09491*** (-0.57)
TAIL	0.0733* (1.10)	0.0701** (1.14)	-0.1022** (-1.61)
TANG	0.0045* (1.26)	0.0048* (1.32)	0.0072*** (1.32)
C	0.3232*** (3.77)	0.2266*** (3.22)	0.3209*** (4.34)
R-squared	0.6499	0.6244	0.5922
Prob(F-statistic)	0.0005	0.0000	0.0003

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

Source : Elaboré par l'auteur à partir du logiciel Stata

Tableau 4.13 : Résultats du test de la modélisation MCO de l'effet de la structure de propriété sur la structure du capital

Variabes	Modèle 3	Modèle 3.1	Modèle 3.2
CONP	0.0157** (1.02)	0.0162** (1.01)	0.0533 (2.38)
INVT	-0.0021*** (-0.44)	0.1226 (1.74)	-0.0029*** (-0.44)
PROM	-0.0043*** (-1.29)	-0.0029*** (-1.21)	-0.0051*** (-0.24)
PROI	0.0010** (2.08)	0.0033 (2.04)	0.0045** (2.08)
CROIS	0.0121** (1.03)	0.0282** (1.03)	0.02711** (1.05)
RENT	-0.2218*** (-1.58)	-0.2522 (-1.61)	-0.2299** (-1.66)
TAIL	0.1110** (0.73)	0.1919*** (0.55)	-0.1700 (-0.54)
TANG	0.0294** (2.62)	0.0992*** (2.60)	0.0882*** (2.67)
C	0.8203*** (3.63)	0.8322*** (2.09)	0.8117*** (2.80)
R-squared	0.4271	0.4929	0.4700
Prob(F-statistic)	0.0007	0.0004	0.0000

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

Source : Elaboré par l'auteur à partir du logiciel Stata

2.1.4 Evaluation de la qualité globale des modèles

Le coefficient de détermination R^2 , qui mesure la qualité de l'ajustement, détermine à quel point l'équation de régression est adaptée pour décrire la distribution des points. Ce coefficient est compris entre zéro et un. Plus le coefficient sera proche de la valeur 1, meilleur sera le modèle. Autrement dit, la connaissance des valeurs de x permet de deviner avec précision celle de y (bon ajustement). En revanche, lorsque R^2 est proche de la valeur 0, cela veut dire que x n'apporte pas d'informations utiles (intéressantes) sur y , d'une autre manière cela veut dire que la connaissance des valeurs de x ne nous renseigne pas sur celles de y (mauvais ajustement).

Les tableaux 4-11, 4-12 et 4-13, présentent les résultats de la régression linéaire MCO des six modèles. Nous remarquons que la probabilité associée est inférieure à 0,001 pour l'ensemble des modèles. À cet effet, l'hypothèse nulle H_0 est rejetée, c'est-à-dire que dans tous les modèles, il existe au moins une variable indépendante qui explique la variable dépendante.

Tableau 4.14 : La régression linéaire multiple MCO : Qualité des modèles

	Modèle 1	Modèle 1.1	Modèle 1.2	Modèle 2	Modèle 2.1	Modèle 2.2	Modèle 3	Modèle 3.1	Modèle 3.2
R-squared	0.4142	0.3748	0.4038	0.6499	0.6244	0.5922	0.4271	0.4929	0.4700
Prob (F-statistic)	0.0009	0.0000	0.0007	0.0005	0.0000	0.0003	0.0007	0.0004	0.0000

Source : Elaboré par l'auteur à partir du logiciel Stata

En outre, le R^2 dans le 1, 1.1 et 1.2 modèle est de 0,466, 0,375, et 0,349, respectivement, ce qui met au clair que 46 %, 37 % et 34 % des cas de REDT, RECT et RELT, respectivement sont expliqués par les variables indépendantes.

Le R^2 dans le 2, 2.1 et 2.2 modèles est de 0,649, 0,624, et 0,592, respectivement, ce qui met en lumière que 65 %, 62 % et 59 % des cas de REDT, RECT et RELT, respectivement sont expliqués par les variables indépendantes.

Le R^2 dans le 3, 3.1 et 3.2 modèles est de 0,427, 0,492, et 0,470, respectivement, ce qui révèle que 42 %, 62 % et 47 % des cas de REDT, RECT et RELT, respectivement sont expliqués par les variables indépendantes.

Donc d'après les résultats obtenus, on peut conclure que les modèles sont globalement significatifs.

2.2 Modèle à effets fixes versus modèle à effet aléatoire

La troisième étape dans cette sous-section consiste à effectuer le test de *Hausman* afin d'identifier le modèle qui devrait utiliser le EF et celui qui devrait utiliser le EA.

H0 : présence d'effets aléatoires

H1 : présence d'effets fixes

Si la probabilité de la statistique de Chi2 est supérieure à α ($p > \alpha$), cela explique que nous ne pouvons pas rejeter l'hypothèse nulle et donc le modèle à effet aléatoire est privilégié. Par contre, si la probabilité de la statistique de Chi2 est inférieure à α ($p < \alpha$), l'hypothèse nulle est rejetée et donc le modèle à effets fixes est choisi.

Tableau 4.15 : Caractéristiques du PDG : Résultats du test de Hausman

Modèles	P-value
Modèle 1	0,0008
Modèle 1.1	0,0067
Modèle 1.2	0,3443

Source : Elaboré par l'auteur à partir du logiciel Stata

Les résultats du test de Hausman présentés dans le tableau 4.15 indiquent que dans les modèles 1 et 1.1, le EF devrait être utilisé plutôt que le EA. Alors que dans le modèle 1.2, le EA devrait être utilisé par rapport à la EF.

Tableau 4-16 : Composition du conseil d'administration : Résultats du test de Hausman

Modèles	P-value
Modèle 2	0,0004
Modèle 2.1	0,0097
Modèle 2.2	0,4802

Source : Elaboré par l'auteur à partir du logiciel Stata

Le tableau 4-16 indique que dans les modèles 2 et 2.1, le EF devrait être utilisé plutôt que le EA. Alors que dans le modèle 2.2, le EA devrait être utilisé par rapport à la EA.

En ce qui concerne la structure de propriété, les résultats du test de Hausman présentés dans le tableau 4-17 indiquent que dans les modèles 3 et 3.2, le EF devrait être utilisé plutôt que le EA. Alors que dans le modèle 3.2, le EA devrait être utilisé par rapport à la EF.

Tableau 4-17 : Structure de propriété : Résultats du test de Hausman

Modèles	P-value
Modèle 3	0,0052
Modèle 3.1	0,0537
Modèle 3.2	0,0000

Source : Elaboré par l'auteur

Nous résumons dans le tableau suivant les modèles qui devraient utiliser les effets fixes et qui devraient utiliser les effets aléatoires.

Tableau 4-18 : Récapitulatif des résultats des tests de Hausman

Modèles	Modèle à :
Modèle 1	Effets fixes
Modèle 1.1	Effets fixes
Modèle 1.2	Effets aléatoires
Modèle 2	Effets fixes
Modèle 2.1	Effets fixes
Modèle 2.2	Effets aléatoires
Modèle 3	Effets fixes
Modèle 3.1	Effets aléatoires
Modèle 3.2	Effets fixes

Source : Elaboré par l'auteur

Après avoir présenté les résultats du test de *Hausman*, qui nous a permis d'identifier le type de modèle à utiliser, nous présentons dans les tableaux 4.19, 4.20 et 4.21, les résultats du test des effets fixes et des effets aléatoires.

Tableau 4.19 : Résultats du test de la modélisation EF/EA de l'effet des caractéristiques du PDG sur la structure du capital

Variables	Modèle 1	Modèle 1.1	Modèle 1.2
PDGAGE	-0.0022** (2.8212)	0.0022** (2.0911)	-0.0026*** (-0.8701)
PDGDUAL	0.0525 (0.5426)	0.0464 (0.4855)	0.0454 (0.3211)
PDGMAND	0.0030 (1.3183)	-0.0026*** (-1.8253)	0.0029 (0.1552)
PDGNATI	0.0754*** (0.9206)	-0.0859** (-1.2971)	0.0633 (0.1518)
CROIS	0.2922** (1.2388)	0.2562** (1.5261)	0.2520** (1.6577)
RENT	-0.1126*** (-1.6663)	-0.0966 (-2.2511)	-0.0950** (-0.5782)
TAIL	-0.0177** (-1.2352)	0.0156*** (0.4222)	-0.0142 (-1.6643)
TANG	0.1553** (0.6375)	0.1417** (-0.8733)	0.1322*** (1.6556)
C	0.2564*** (3.6361)	0.2266*** (2.098)	0.219*** (1.8068)
R-squared	0.4162	0.3728	0.4031
Prob(F-statistic)	0.0007	0.0001	0.0000

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

Source : Elaboré par l'auteur à partir du logiciel Stata

Tableau 4.20 : Résultats du test de la modélisation EF/EA de l'effet de la composition du conseil d'administration sur la structure du capital

Variables	Modèle 2	Modèle 2.1	Modèle 2.2
FACA	-0.0058 (-0.2811)	0.0041 (2.1133)	-0.0101 (-0.2898)
TACA	-0.0218*** (-0.1036)	-0.0291*** (-0.1127)	-0.0330*** (-0.1190)
INDI	-0.0931*** (-0.3517)	-0.0965** (-0.3722)	-0.0843*** (-0.4854)
RCA	0.0331 (1.6982)	0.0028 (1.0622)	0.1128 (1.0831)
CROIS	0.0322*** (1.3541)	0.0290** (1.2084)	0.0231** (1.3563)
RENT	-0.0366** (- 1.3642)	-0.0980*** (-1.2518)	-0.0949*** (-0.5779)
TAIL	0.0733* (1.1011)	0.0701** (1.1481)	-0.1022** (-1.6125)
TANG	0.0061** (1.2647)	0.0051** (1.3215)	0.0064*** (1.3292)
C	0.3234*** (3.7783)	0.2275*** (3.2219)	0.3218*** (4.3401)
R-squared	0.6485	0.6236	0.5924
Prob(F-statistic)	0.0004	0.0000	0.0000

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

Source : Elaboré par l'auteur à partir du logiciel Stata

Tableau 4.21 : Résultats du test de la modélisation MCO de l'effet de la structure de propriété sur la structure du capital

Variables	Modèle 3	Modèle 3.1	Modèle 3.2
CONP	0.0157** (1.0260)	0.0162** (1.0198)	0.0531 (2.3818)
INVT	-0.0024*** (-0.4426)	0.1255 (1.7472)	-0.0026*** (-0.4431)
PROM	-0.00433** (-1.2932)	-0.0021*** (-1.2127)	-0.0044** (-0.2442)
PROI	0.0014** (2.0864)	0.0063 (2.0427)	0.0046** (2.0899)
CROIS	0.0127* (1.0363)	0.02838** (1.0367)	0.02741** (1.0505)
RENT	-0.2218*** (-1.5872)	-0.2522 (-1.6119)	-0.2299** (-1.6666)
TAIL	0.1125** (0.7377)	0.1942*** (0.5587)	-0.1712 (-0.5457)
TANG	0.0284** (2.6238)	0.0979*** (2.6011)	0.0881*** (2.6742)
C	0.8215*** (3.6362)	0.8321*** (2.0743)	0.8115*** (2.8091)
R-squared	0.4271	0.4929	0.4700
Prob(F-statistic)	0.0006	0.0004	0.0001

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

Source : Elaboré par l'auteur à partir du logiciel Stata

Nous procédons dans la sous-section suivante à exposer et analyser les résultats obtenus à travers la régression linéaire sous MCO, EF et EA.

2.2.1 Caractéristiques du PDG : Présentation et analyse des résultats de la modélisation linéaire

2.2.1.1 Age du PDG et structure du capital

Concernant l'effet des caractéristiques du PDG sur l'endettement, et comme l'illustre le tableau 4.11, l'utilisation de la régression MCO démontre une relation positive dans les trois modèles, avec une différence dans le seuil de significativité, 1% pour les modèles 1 et 1.1 et 10% pour le modèle 1.2, ce qui n'est pas conforme à notre hypothèse H2. La présence d'une relation positive indique que la théorie de l'agence n'est pas vérifiée lorsque la modélisation linéaire est appliquée, et que les entreprises dirigées par des PDG plus âgés ont un niveau d'endettement plus élevé dans leur structure de capital.

L'application de l'estimation à EF/EA aux données de panel de cette étude (tableau 4. 19) identifie des relations négatives dans les modèles 1 et 1.2, et permet d'accepter l'hypothèse prédite (H2). Cependant, les niveaux significatifs varient en fonction du choix du modèle. Dans le modèle 1, une relation négative et significative au seuil de 5% est identifiée. Dans le modèle

1.2, la relation est négative et significative au seuil de 1%, toutefois, le modèle 1.1 présente toujours une relation positive niveau de signification de 10%.

2.2.1.2 Séparation des fonctions et structure du capital

La dualité du PDG est centrée sur la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976), afin de s'assurer qu'aucune personne n'est en mesure d'influencer des aspects tels que la rémunération du PDG, ou de prévenir la discussion des décisions financières clés de l'entreprise dans les réunions du conseil d'administration. Dans le cadre de l'utilisation de la modélisation linéaire, les résultats démontrent une absence de relation entre l'endettement et la séparation entre la présidence du conseil et la direction générale, ce qui est conforme aux conclusions précédentes de Dasilas (2015), Uddin *et al.* (2019) et Feng *et al.* (2020).

Les récentes réformes du code marocain des bonnes pratiques de gouvernance recommandent un conseil d'administration à deux niveaux et une séparation entre le président et le directeur général. Toutefois, il est prouvé que les sociétés cotées en bourse qui choisissent de séparer les fonctions le font pour assurer une meilleure planification de la succession ou lorsque le fondateur/l'actionnaire principal ne possède pas une solide expertise et a besoin du soutien d'un dirigeant expérimenté (El Bouanani, 2014), cette constatation justifie le résultat de modélisation linéaire.

Les résultats de la modélisation linéaire de la présente étude (Tableaux 4.11 et 4.19), et contrairement à d'autres études, suggère que l'existence ou l'absence de la dualité du PDG n'a pas d'impact sur la stratégie d'endettement de la société. Abor, (2007) atteste que le système à un seul niveau permet de poursuivre une stratégie efficace en matière d'endettement sur la base des recommandations du conseil d'administration. L'une des premières récentes recommandations des rapports sur la gouvernance d'entreprise est la séparation des deux rôles pour éviter que le pouvoir ne soit concentré sur une seule personne. L'absence d'une relation dans le contexte marocain ne soutient ni ne décourage la dualité.

2.2.1.3 Durée du mandat du PDG et structure du capital

La théorie d'enracinement (Bebchuk et Fried, 2005) considère que plus le PDG occupe le poste depuis une longue durée, moins il est susceptible d'entreprendre des projets plus risqués qui nécessitent des financements importants. Par conséquent, au lieu de contracter de nouvelles dettes, il se préoccupe du paiement de la dette existante, ce qui conduit à une réduction des niveaux d'endettement de la société et donc des investissements.

Nous remarquons ainsi qu'il existe une relation négative non significative dans les trois modèles, ce qui est conforme à l'hypothèse prédite (H3).

Selon le tableau 4.19, il n'y a pas de relations significatives dans les modèles 1 et 1.2 lors de l'utilisation de la méthode EF/EA. Par contre, il existe une relation négative et significative au niveau de 1% dans les modèles 1.1. L'implication de cette constatation est que la dette à court terme est considérée comme moins risquée que la dette à long terme, et/ou les PDG ayant un long mandat considèrent la dette à court terme comme une solution convenable pour éviter l'augmentation des niveaux de risque qui pourrait leur coûter le poste. Cependant, l'évitement des projets à long terme pourrait avoir un impact négatif sur la survie de l'entreprise à long terme.

2.2.1.4 Nationalité du PDG et structure du capital

La relation entre la nationalité du PDG et la structure du capital d'une entreprise s'est avérée peu concluante vu le manque d'études sur le sujet. Les résultats de l'application de la modélisation MCO figurant dans le tableau 4.11 révèlent une relation positive et significative au seuil de 1% dans les modèles 1 et 1.2 tandis qu'elle est négative et significative au seuil de 10% dans le modèle 1.1.

Cependant, sous la modélisation EF/EA (Tableau 4.19), aucune relation significative n'est identifiée dans les modèles 1 et 1.2. Cependant, il existe une relation négative et significative au seuil de 5% dans le modèle 1.1. La différence entre l'importance de la relation dépend du fait que la dette soit de nature à court ou à long terme, ce qui signifie que la présence d'un PDG marocain réduit le niveau de la dette à court terme, remplaçant cette dernière par une dette à plus long terme.

2.2.2 Composition du conseil d'administration et structure du capital : Présentation et analyse et des résultats de la modélisation linéaire

2.2.2.1 Présence des administrateurs indépendants et structure du capital

Il est notable que la présence d'administrateurs indépendants renforce le degré d'indépendance des organes de contrôle. Ils sont normalement recrutés pour leurs compétences afin de rendre le conseil d'administration plus efficient. Selon notre hypothèse (H7), nous avons anticipé une relation négative entre le pourcentage des administrateurs indépendants siégeant au sein du conseil d'administration et la structure du capital. Cette prédiction découle essentiellement de la théorie d'agence qui souligne la supériorité, en termes d'efficacité du contrôle des dirigeants, des conseils dominés par les administrateurs indépendants. Conformément ainsi à plusieurs chercheurs (Wen *et al.*, 200 ; Chouchane, 2010 ; Boateng *et al.*, 2017), une relation négative est

attendue pour éviter les pressions et l'augmentation des niveaux de contrôle associés à l'endettement. L'hypothèse est conforme à la théorie de l'intendance, selon laquelle une augmentation du nombre d'administrateurs indépendants entraînera une augmentation de la surveillance et une réduction des niveaux d'endettement.

Conformément au développement précédent, une relation négative et significative est identifiée dans les modèles 2 et 2.2 lorsqu'une régression MCO ou EF/EA soient appliquées (Tableau 4.12 – 4.20), ce qui est conforme aux résultats de Wen et *al.*, (2002), Anderson et *al.* (2004) et Vijayakumaran et Vijayakumaran, (2019). Pour le modèle 2.1, une différence est apparente dans la relation entre la dette à court terme et la technique de modélisation appliquée. Il existe une relation positive et non significative lorsque la méthode MCO est appliquée, et une relation négative et significative au seuil de 10% lorsque la régression EF/EA est appliquée. Ces résultats fournissent des preuves solides que l'augmentation de l'indépendance du conseil d'administration entraîne une réduction des niveaux d'endettement.

2.2.2.2 Diversité du genre dans le conseil d'administration et structure du capital

En ce qui concerne la relation entre la présence des femmes dans les conseils d'administration et la structure du capital, des recherches antérieures (Bruce et Johnson, 1994 ; Johnson et Powell, 1994) entourent les différences entre les hommes et les femmes et leurs attitudes face au risque, de ce fait, on s'attend à ce que la relation soit négative, conformément à la théorie cohérence comportementale (Malmendier et *al.*, 2011), et aux études précédentes (Malmendier et *al.* 2011 ; Post et Byron, 2015).

Les tableaux 4.12 et 4.20 font apparaître, dans le cas de l'utilisation de la modélisation MCO ou EF/EA, des relations négatives et non significatives dans les modèles 2 et 2.2, tandis qu'aucune relation n'a été identifiée dans le modèle 2.1. Le faible pourcentage d'administratrices actuellement présentes au sein du conseil d'administration dans cette étude empêche d'établir des conclusions plus fondées.

Au Maroc, selon le rapport établi par l'AMMC, la diversité et la mixité sont de plus en plus acceptées au sein des entreprises marocaines, parce que cela offre un véritable levier de croissance à l'entreprise. Ainsi, à titre d'exemple, en 2019, le nombre de femmes administrateurs a atteint 150, soit 17% du nombre total des administrateurs siégeant dans les conseils de l'ensemble des sociétés cotées en BVC, ce taux a enregistré un bond de 7 points par rapport au taux de 10% publié en février 2013 dans l'étude commanditée par l'IMA sur « la

représentativité des femmes dans les instances de gouvernance des grandes entreprises publiques et privées »⁹⁴.

Cependant, les recherches précédentes n'ont pas encore identifié un nombre idéal de femmes au sein du conseil d'administration, le CMBPGE fournit seulement des recommandations pour la représentation féminine au sein du conseil d'administration.

2.2.2.3 Fréquence de réunions tenues par le conseil d'administration et structure du capital

Le nombre de réunions du conseil d'administration tenues chaque année est une mesure clé de l'activité du conseil. Conformément à la théorie de l'agence et aux études antérieures (Jensen et Meckling, 1976 ; Adams et *al.*, 2005 ; Brick et Chidambaran, 2010), une relation négative entre le nombre de réunion et l'endettement est attendue. Le nombre de réunions du conseil d'administration est lié au niveau de discussion entourant la prise de décision, comme le choix entre les alternatives de financement, et le suivi des décisions lors des prochaines réunions du conseil.

La relation entre les réunions du conseil d'administration dans les trois modèles, sous la modélisation linéaire, est positive et non significative du point de vue statistique (Tableaux 4.12 et 4.20). Ceci-dit que l'application de la modélisation linéaire ne permet pas d'établir de relations significatives entre le nombre de réunions et la structure du capital ; cela ne correspond pas à nos attentes. L'augmentation de la fréquence des réunions du conseil d'administration est une bonne indication que les administrateurs sont plus susceptibles d'exercer leurs fonctions dans l'intérêt des actionnaires (Vafeas, 1999)⁹⁵. La relation entre le nombre de réunions du conseil d'administration et les niveaux de levier financier s'est avérée peu concluante sous la modélisation linéaire. Ces résultats soutiennent la récente étude de Naseem, et *al.*, (2017) qui indiquent qu'une augmentation du nombre de réunions du conseil d'administration ne réduit pas les niveaux d'endettement, mais que le contraire se produit et que les niveaux de levier augmentent.

⁹⁴ Bilan relatif à l'application des nouvelles règles de bonne gouvernance par les émetteurs, AMMC 2020

⁹⁵ Cela dépend de l'ordre du jour des réunions du conseil d'administration, qui peut être divisé en deux catégories : réactif ou proactif ; si cette dernière approche est adoptée, les réunions du conseil peuvent être très efficaces.

2.2.2.4 Taille du conseil d'administration et structure du capital

La mise en relation de la taille du conseil d'administration et la structure du capital permet de se prononcer sur l'hypothèse (H6). Celle-ci suppose que l'endettement est négativement corrélé à la taille du conseil d'administration. Au Maroc, le nombre d'administrateurs devant composer le conseil d'administration est défini par la loi 20-29. Les recherches précédentes indiquent qu'il existe une relation négative entre la taille du conseil d'administration et la structure du capital.

Les résultats de la modélisation linéaire présentés dans le tableau 4.12 révèlent des relations négatives et significatives au seuil de 1 % dans les trois modèles, ce qui constitue une confirmation à la littérature sur la théorie de la dépendance envers les ressources. En outre, l'application d'une deuxième méthode de modélisation linéaire, à savoir EF/EA (Tableau 4.20), fournit des résultats similaires que MCO. Ces résultats confirment ceux de Berger *et al.* (1997), Abor (2007), Romdhane, (2015), Abobakr & Elgiziry (2016), Kang, M., et Ausloos (2017) et Sewpersadh (2019) ; qui soutiennent que les grands conseils préfèrent les faibles niveaux d'endettement. Compte tenu de ces développements, nous pouvons supposer que l'hypothèse de recherche (H7) relative à la contribution de la taille du conseil d'administration sur la structure du capital est confirmée et s'aligne donc avec les avancées théoriques de notre recherche. Cette relation est basée sur la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) et la théorie de la dépendance (Bebchuk et Fried, 2005).

2.2.3 Structure de propriété et structure du capital : Présentation et analyse des résultats de la modélisation linéaire

2.2.3.1 Concentration de propriété et structure du capital

La concentration de propriété désigne la quantité relative aux actions détenues par les grands actionnaires ou les investisseurs institutionnels. Il s'agit d'un mécanisme clé de gouvernance d'entreprise qui peut atténuer le problème d'agence et les conflits d'intérêts entre les gestionnaires et les propriétaires (Jensen et Meckling, 1976 ; Shleifer et Vishny, 1986).

D'après les résultats figurant dans les tableaux 4.13 et 4.21, et conformément à l'hypothèse (H9), une relation positive et significative au seuil de 5% est identifiée dans les modèles 3 et 3.1 lorsque les deux méthodes d'estimation sont appliquées (MCO et EF/EA), ce qui est conforme avec les résultats de Ali (2014), Ben-Nasr *et al.* (2015) et Njoku (2017). Pour le modèle 3.2, aucune relation significative n'a été identifiée sous MCO ou EF/EA. Ces résultats confirment les prédictions de la théorie d'agence, selon laquelle, les actionnaires majoritaires cherchent à augmenter la dette pour priver les actionnaires minoritaires de leur pouvoir.

2.2.3.2 Propriété étrangère et structure du capital

L'analyse empirique en utilisant une modélisation linéaire démontre que la propriété étrangère joue un rôle déterminant dans la définition de la structure du capital des entreprises cotées au Maroc, avec un impact qui varie en fonction du modèle. Les tableaux 4.13 et 4.21 montrent que dans le modèle 3 et 3.2 la relation est négative au niveau de 1%. Notre hypothèse H12 est ainsi validée. Par contre aucune relation significative pour le modèle 3.1. Cette constatation est conforme aux conclusions de Tamimi (2011), Meah (2019) et Zaid et *al.* (2020) qui ont utilisé la modélisation linéaire dans leurs études, ainsi qu'avec le concept de la théorie d'agence, qui est la principale théorie sous-jacente aux études qui analysent la relation entre le pourcentage d'actions détenues par des investisseurs étrangers et son impact sur les principales décisions financières des entreprises.

2.2.3.3 Propriété managériale et structure du capital

Dans cette étude, la propriété managériale est mesurée par l'actionnariat salarié dirigeant. La théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) est la principale théorie sous-jacente aux études qui analysent la relation entre le pourcentage d'actions détenues par les salariés dirigeants et son impact sur les principales décisions financières des entreprises.

Dans notre étude, une relation négative et significative au seuil de 1% est identifiée dans les trois modèles en appliquant la modélisation linéaire MCO. Ce résultat est concordant avec d'autres études qui affirment que lorsque l'actionnariat managérial augmente, les dirigeants ont tendance à réduire les dettes afin de réduire leur propre risque (Shoaib et Yasush, 2015 ; Sun et *al.*, 2016 ; Vijaykumaran et Vijaykumaran, 2019). Cependant, en appliquant les techniques EF/EA la relation reste négative et significative au seuil de 5% dans les modèles 3 et 3.2 et au seuil de 1% dans le modèle 3.1. Par conséquent, l'hypothèse (H11) sur la relation entre la propriété managériale et la structure du capital est rejetée.

Les résultats de la recherche fournissent des preuves que le pourcentage élevé d'actions détenues par les salariés dirigeants entraîne une diminution du niveau de la dette. Cette constatation est conforme à la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976), selon laquelle une réduction de la dette entraîne une réduction des paiements d'intérêts et permet aux dirigeants de recevoir le flux de trésorerie libre sous forme de primes ou d'augmentations de rémunération.

2.2.3.4 Propriété institutionnelle et structure du capital

La dernière analyse des résultats des tableaux 4.13 et 4.21 de la régression linéaire (MCO/EF/EA) est relative à la propriété des investisseurs institutionnels. La régression réalisée à travers la modélisation MCO nous permet d'obtenir des relations positives et significatives entre la propriété institutionnelle et la structure du capital dans les modèles 3 et 3.2 et aucune relation significative pour le modèle 3.1. Les aboutissements de la régression confirment l'hypothèse H11 de l'impact positif de la propriété institutionnelle sur la structure du capital. Cependant, aucune relation significative n'a été identifiée lorsque la méthode EF/EA est appliquée. Ces résultats indiquent une augmentation de propriété institutionnelle entraîne une augmentation des niveaux d'endettement à long terme. Alors que dans le modèle 3.1, la relation est négative pour la mesure de la dette à court terme, mais elle n'est pas significative.

Après cette présentation détaillée des associations entre les variables dépendantes et indépendantes, nous constatons qu'il existe plusieurs relations non significatives. Toutefois, comme nous l'avons précisé dans le chapitre méthodologique, les études relatives à la gouvernance d'entreprise sont sujettes à des biais d'endogénéité. Plusieurs auteurs soulignent à ce titre que les variables liées à la composition du conseil et à la structure de propriété peuvent être endogènes. À cet égard, et dans le but de contrôler l'éventuel effet d'endogénéité et éprouver la robustesse de nos résultats, notre ambition de la sous-section suivante est d'identifier, de prime abord, les variables endogènes, puis les résultats de la modélisation dynamique par l'estimateur GMM.

2.3 Variables endogènes et approche dynamique

L'étape suivante de la présente section consiste à identifier tout problème d'endogénéité en utilisant le test de Durbin-Wu-Hausman (DWH). En effet, selon Wintoki et *al.* (2012), il est généralement difficile de trouver des facteurs exogènes permettant d'identifier les relations examinées. Ainsi, les implications pour la validité des résultats du travail empirique, si celui-ci ne traite pas correctement de l'endogénéité, peuvent être considérables.

Dans cette sous-section, toutes les variables indépendantes sont testées dans le logiciel STATA avec la commande *estat endog* pour identifier l'endogénéité des *regresseurs*, les variables qui sont classées comme endogènes sont présentées dans le tableau 4.22. Lorsque les probabilités sont supérieures à 0,05, il n'y a pas de problème d'endogénéité au niveau de signification de 5%.

H_0 : La variable est endogène

H_1 : la variable est exogène

Si une variable présente une faible P-value ($P < 0.05$) cela signifie que la variable est endogène et que la modélisation linéaire est inconsistante.

Tableau 4.22 : Résultats du test DWH d'endogénéité des variables des modèles

	Variables	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3
Caractéristiques du PDG	PDGAGE	0.9202	0.2443	0.5332
	PDGDUAL	0.0012	0.0089	0.0000
	PDGMAND	0.2882	0.3222	0.2239
	PDGNATI	0.0002	0.0028	0.0000
Composition du conseil d'administration	FCA	0.0311	0.0229	0.0392
	TACA	0.0932	0.4028	0.5288
	INDI	0.0038	0.0029	0.0011
	RCA	0.1290	0.2336	0.0884
Structure de propriété	CONP	0.0038	0.0229	0.0339
	INVT	0.0000	0.0000	0.0008
	PROM	0.0032	0.0647	0.0721
	PROI	0.0006	0.0000	0.0033

Source : Elaboré par l'auteur à partir du logiciel Stata

Le test de DWH démontre que plusieurs variables indépendantes de nos modèles sont déterminées de manière endogène. Par conséquent, les résultats rapportés par la méthode MCO sont « biaisés ». Ceci dit que les recherches récentes sur la gouvernance d'entreprise ayant utilisé la modélisation linéaire sous MCO et/ou EF/EA peuvent avoir des résultats biaisés à cause de l'endogénéité des variables et, par conséquent, nous suggérons que l'estimateur GMM de panel dynamique, qui tient compte de l'endogénéité potentielle en utilisant des variables instrumentales décalées, peut-être plus approprié et apportera une robustesse à nos résultats.

2.3.1 Méthode d'estimation GMM et modèles dynamiques

Dans le but de contrôler l'éventuel effet d'endogénéité et éprouver la robustesse de nos résultats, nous recourons à la méthode des moments généralisée (GMM) en panel dynamique. En effet, ce type de modélisation permet de corriger le problème d'endogénéité non seulement au niveau de la variable indépendante, mais aussi au niveau des autres variables dépendantes par l'utilisation d'une série de variables instrumentales générées par les retards des variables. L'efficacité de l'estimateur GMM repose sur l'hypothèse de la validité des instruments utilisés et l'absence de corrélation en série au niveau du terme d'erreur.

2.3.1.1 Présentation du modèle de régression dynamique

L'un des avantages de l'utilisation de données de panel est l'augmentation du nombre d'instruments parmi lesquels nous pouvons choisir pour contrôler l'endogénéité (Ozkan, 2001). La combinaison de données de panel et la méthode GMM permet d'atténuer le problème de l'endogénéité en choisissant les instruments les plus efficaces pour contrôler l'endogénéité (Vijayakumaran et Vijayakumaran, 2019).

La méthode GMM permet d'incorporer des décalages dans l'analyse des données, afin d'identifier si un changement dans les variables de gouvernance d'entreprise, tel qu'un changement de PDG, peut contribuer à des changements dans la structure du capital d'une entreprise. Des études antérieures (Wintoki et *al.*, 2012 ; Zaid, et *al.*, 2019) suggèrent que pour identifier comment les décisions précédentes ont un impact sur les données actuelles, un décalage de *un* (1 an) est suffisant. À cet égard, les données sont testées en estimant la régression de l'endettement actuel à l'aide de *un*, deux et trois décalages, tout décalage qui est significatif au niveau de 1% sera sélectionné.

Tableau 4.23 : Résultats de la régression GMM avec décalage de 1 an, 2 ans et 3 ans de la variable indépendante

		REDT -1 an	REDT -2 ans	REDT -3 ans
Les caractéristiques du PDG	Modèle 1	0.436*** (0.287)	0.452 (0.025)	0.389 (0.003)
	Modèle 1.1	0.233** (0.127)	0.099 (0.156)	0.077 (0.043)
	Modèle 1.2	0.0767*** (0.095)	0.066* (0.013)	0.069 (0.004)
	Modèle 2	0.359*** (0.193)	0.041 (0.091)	0.095 (0.143)
	Modèle 2.1	0.020* (0.011)	0.061 (0.060)	0.063 (0.005)
	Modèle 2.2	0.0831** (0.061)	0.011 (0.031)	0.027 (0.048)
La composition du conseil d'administration	Modèle 3	0.882*** (0.211)	0.015 (0.009)	0.340 (0.311)
	Modèle 3.1	0.632*** (0.119)	0.018 (0.077)	0.007 (0.422)
	Modèle 3.2	0.203*** (0.0956)	0.102** (0.172)	0.103* (0.149)

***/**/* significatifs au niveau 1%, 5% et 10% respectivement
Les valeurs entre parenthèses les erreurs standards robustes

Source : Elaboré par l'auteur à partir du logiciel Stata

Selon les résultats figurant dans le tableau 4.23, dans lequel nous avons testé les données pour les périodes de décalage de deux et trois ans, nous remarquons que ces résultats sont non significatifs au niveau de 1%. Seul le décalage d'un an fournit des résultats significatifs pour l'examen de la relation dynamique entre l'endettement et les variables liées à la gouvernance d'entreprises.

Cette étude est en accord avec Zaid, et al. (2019) et Vijayakumaran et Vijayakumaran, (2019) qui trouvent qu'un décalage d'un an est significatif au niveau de 1%.

À cet effet, les modèles dynamiques adoptés sont les suivants :

Caractéristiques du PDG

$$\text{Modèle 4 : } REDT_{i,t} = \beta_1(REDT_{i,t-1}) + \beta_2PDGAge_{i,t} + \beta_3PDGNati_{i,t} + \beta_4PDGDUAL_{i,t} + \beta_5PDGMand_{i,t} + \beta_6RENT_{i,t} + \beta_7TANG_{i,t} + \beta_8TAIL_{i,t} + \beta_9CROIS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Modèle 4.1 : } RECT_{i,t} = \beta_1(RECT_{i,t-1}) + \beta_2PDGAge_{i,t} + \beta_3PDGNati_{i,t} + \beta_4PDGDUAL_{i,t} + \beta_5PDGMand_{i,t} + \beta_6RENT_{i,t} + \beta_7TANG_{i,t} + \beta_8TAIL_{i,t} + \beta_9CROIS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Modèle 4.2 : } RELT_{i,t} = \beta_1(RELT_{i,t-1}) + \beta_2PDGAge_{i,t} + \beta_3PDGNati_{i,t} + \beta_4PDGDUAL_{i,t} + \beta_5PDGMand_{i,t} + \beta_6RENT_{i,t} + \beta_7TANG_{i,t} + \beta_8TAIL_{i,t} + \beta_9CROIS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Composition du conseil d'administration

$$\text{Modèle 5 : } REDT_{i,t} = \beta_1(REDT_{i,t-1}) + \beta_2FCA_{i,t} + \beta_3TACA_{i,t} + \beta_4INDI_{i,t} + \beta_5RAG_{i,t} + \beta_6RENT_{i,t} + \beta_7TANG_{i,t} + \beta_8TAIL_{i,t} + \beta_9CROIS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Modèle 5.1 : } RECT_{i,t} = \beta_1(RECT_{i,t-1}) + \beta_2FCA_{i,t} + \beta_3TACA_{i,t} + \beta_4INDI_{i,t} + \beta_5RAG_{i,t} + \beta_6RENT_{i,t} + \beta_7TANG_{i,t} + \beta_8TAIL_{i,t} + \beta_9CROIS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Modèle 5.2 : } RELT_{i,t} = \beta_1(RELT_{i,t-1}) + \beta_2FCA_{i,t} + \beta_3TACA_{i,t} + \beta_4INDI_{i,t} + \beta_5RAG_{i,t} + \beta_6RENT_{i,t} + \beta_7TANG_{i,t} + \beta_8TAIL_{i,t} + \beta_9CROIS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Structure de propriété

$$\text{Modèle 6 : } REDT_{i,t} = \beta_1(REDT_{i,t-1}) + \beta_2CONP_{i,t} + \beta_3INVET_{i,t} + \beta_4PROM_{i,t} + \beta_5PROI_{i,t} + \beta_6RENT_{i,t} + \beta_7TANG_{i,t} + \beta_8TAIL_{i,t} + \beta_9CROIS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Modèle 6.1 : } RECT_{i,t} = \beta_1(RECT_{i,t-1}) + \beta_2CONP_{i,t} + \beta_3INVET_{i,t} + \beta_4PROM_{i,t} + \beta_5PROI_{i,t} + \beta_6RENT_{i,t} + \beta_7TANG_{i,t} + \beta_8TAIL_{i,t} + \beta_9CROIS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Modèle 6.2 : } RELT_{i,t} = \beta_1(RELT_{i,t-1}) + \beta_2CONP_{i,t} + \beta_3INVET_{i,t} + \beta_4PROM_{i,t} + \beta_5PROI_{i,t} + \beta_6RENT_{i,t} + \beta_7TANG_{i,t} + \beta_8TAIL_{i,t} + \beta_9CROIS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

2.3.1.2 La validité de l'estimation de la méthode GMM

Avant de passer aux présentations et interprétations des résultats obtenus par l'application de l'estimateur GMM pour l'examen de la relation entre les variables relatives aux mécanismes internes de la gouvernance d'entreprise et la structure du capital, il est très important de s'assurer que les hypothèses qui sous-tendent cette approche économétrique sont valides.

Les progrès récents dans la recherche sur la gouvernance d'entreprise suggèrent d'utiliser d'autres tests pour examiner l'endogénéité des *régresseurs*. Par conséquent, comme Nguyen et al. (2015) nous appliquons le test *Sargan* de l'exogénéité des instruments pour s'assurer de la validité des instruments GMM. Conséquemment, nous recourons à la commande *estat overid* sous le logiciel Stata.

Nous présentons dans le tableau suivant les résultats du test de Sargan de sur-identification ;

Tableau 4.24 : Résultats du test de Sargan de sur-identification

Les caractéristiques du PDG	Modèle 4	Sargan statistic (overidentification test of all instruments) : 0.441 Chi-sq(8) P-val =0.9790
	Modèle 4.1	Sargan statistic (overidentification test of all instruments) : 0.423 Chi-sq(8) P-val =0.8271
	Modèle 4.2	Sargan statistic (overidentification test of all instruments) : 0.389 Chi-sq(8) P-val =0.2913
La composition du conseil d'administration	Modèle 5	Sargan statistic (overidentification test of all instruments) : 1.999 Chi-sq(8) P-val =0.5372
	Modèle 5.1	Sargan statistic (overidentification test of all instruments) : 1.832 Chi-sq(8) P-val =0.4292
	Modèle 5.2	Sargan statistic (overidentification test of all instruments) : 1.802 Chi-sq(8) P-val =0.6222
La structure de propriété	Modèle 6	Sargan statistic (overidentification test of all instruments) : 0.062 Chi-sq(8) P-val =0.5111
	Modèle 6.1	Sargan statistic (overidentification test of all instruments) : 0.089 Chi-sq(8) P-val =0.5220
	Modèle 6.2	Sargan statistic (overidentification test of all instruments) : 0.073 Chi-sq(8) P-val =0.4948

Source : Elaboré par l'auteur à partir du logiciel Stata

Les tests de *Sargan* pour les restrictions de sur-identification indiquent que les instruments qui sont utilisés dans l'estimateur GMM sont valides et non corrélés avec le terme d'erreur dans l'ensemble des modèles. Nous ne pouvons donc pas rejeter l'hypothèse nulle de la validité des instruments au seuil de 10%. Cela traduit la bonne spécification des modèles notamment en ce qui concerne le choix des instruments.

En outre, Arellano et Bond (1991) ont déclaré que l'estimateur GMM exige qu'il y ait une corrélation sérielle de premier ordre AR(1), mais qu'il n'y ait pas de corrélation sérielle de second ordre AR(2) dans les résidus. L'hypothèse nulle stipule qu'il n'y a pas de corrélation de premier ou de second ordre (AR1 et AR2), par conséquent, nous pouvons rejeter l'hypothèse nulle pour AR1 et l'accepter pour AR2 pour que l'estimateur GMM soit valide.

Tableau 4.25 : Résultats du test de la modélisation dynamique de l'effet des caractéristiques du PDG sur la structure du capital

<i>Variables</i>	<i>Modèle 4</i>	<i>Modèle 4.1</i>	<i>Modèle 4.2</i>
(END-1)	0.0131*** (3.27)	0.0117*** (3.04)	0.0311*** (2.19)
PDGAGE	-0.0192*** (-0.02)	0.0035*** (0.03)	-0.0123*** (-0.11)
PDGDUAL	-0.0489*** (-0.02)	0.0437* (3.32)	-0.0518*** (-0.04)
PDGMAND	-0.0121** (-1.22)	-0.0029*** (-1.29)	-0.0028*** (-0.26)
PDGNATI	-0.1215*** (-0.27)	-0.0468*** (-0.23)	-0.0513*** (-0.28)
CROIS	0.0291*** (1.03)	0.0555*** (1.02)	0.0536*** (1.13)
RENT	-0.0736** (-1.02)	-0.0928*** (-2.03)	-0.0921*** (-0.01)
TAIL	0.0232*** (1.22)	0.0199** (0.22)	0.0174 (1.62)
TANG	0.0381*** (2.02)	-0.0161** (-1.00)	0.0376*** (0.11)
AR(1) test	0.00	0.00	0.00
AR(2) test	0.87	0.73	0.79

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Source : Elaboré par l'auteur à partir du logiciel Stata

Tableau 4.26 : Résultats du test de la modélisation dynamique de l'effet de la composition du conseil d'administration sur la structure du capital

<i>Variables</i>	<i>Modèle 5</i>	<i>Modèle 5.1</i>	<i>Modèle 5.2</i>
<i>ENDT -I</i>	0.6093*** (3.48)	0.6654*** (3.16)	0.0792*** (2.99)
<i>FACA</i>	-0.0001*** (-0.02)	-0.0032 (-3.12)	-0.1032*** (-1.44)
<i>TACA</i>	-0.0767*** (-0.04)	-0.0699*** (-0.05)	-0.0534*** (-0.66)
<i>INDI</i>	-0.0172*** (-2.37)	-0.1121*** (-2.66)	0.2360*** (2.42)
<i>RCA</i>	0.0018* (0.64)	0.03830 (0.77)	-0.0273* (-0.89)
<i>CROIS</i>	0.0277** (1.14)	0.0315*** (1.02)	0.0331** (1.28)
<i>RENT</i>	-0.0276*** (-2.22)	-0.0333*** (-2.04)	-0.1032*** (-1.52)
<i>TAIL</i>	0.0011** (3.31)	0.0042** (3.45)	0.0801** (2.87)
<i>TANG</i>	0.0089*** (2.00)	0.0012*** (1.34)	0.1195* (3.04)
AR(1) test	0.00	0.00	0.00
AR(2) test	0.82	0.98	0.87

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$ **Source** : Elaboré par l'auteur à partir du logiciel Stata**Tableau 4.27** : Résultats du test de la modélisation dynamique de l'effet de la structure de propriété sur la structure du capital

<i>Variables</i>	<i>Modèle 6</i>	<i>Modèle 6.1</i>	<i>Modèle 6.2</i>
<i>ENDT -I</i>	0.3408*** (2.76)	0.3467*** (3.77)	0.3433*** (2.64)
<i>CONP</i>	0.0157** (1.02)	0.0162** (1.01)	0.0533* (2.38)
<i>INVET</i>	-0.0021** (-0.44)	-0.1226* (-1.74)	-0.0029** (-0.44)
<i>PROM</i>	-0.0043** (-1.29)	-0.0029*** (-1.21)	-0.0051** (-0.24)
<i>PROI</i>	0.0010** (2.08)	0.0033** (2.04)	0.0045** (2.08)
<i>CROIS</i>	0.0121*** (1.03)	0.0282*** (1.03)	0.0271*** (1.05)
<i>RENT</i>	-0.2218*** (-1.58)	-0.2522** (-1.61)	-0.2299*** (-1.66)
<i>TAIL</i>	0.1110*** (0.73)	0.1919* (0.55)	0.1700** (0.54)
<i>TANG</i>	0.0294** (2.62)	0.0992*** (2.60)	0.0882*** (2.67)
AR(1) test	0.00	0.00	0.00
AR(2) test	0.68	0.56	0.70

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$ **Source** : Elaboré par l'auteur à partir du logiciel Stata

Comme le montrent les tableaux 4.25, 4.26 et 4.27, la régression GMM est testée pour la corrélation sérielle AR(1) de premier ordre et AR(2) de second ordre dans le résidu de première différence, sous l'hypothèse nulle d'absence de corrélation séquentielle. Les résultats montrent que nos variables instrumentales sont bien valides ($p > 10\%$). En outre, le test d'*Arellano-Bond* des résidus indique un rejet de l'hypothèse nulle d'absence d'autocorrélation du premier ordre AR (1) ($p < 10\%$), mais une acceptation de l'hypothèse nulle d'absence d'autocorrélation de second ordre AR (2) ($p > 10\%$). Ces différents tests confirment la robustesse statistique de nos estimations.

Les résultats obtenus confirment que la relation entre les mécanismes de gouvernance d'entreprise et la structure du capital est bel et bien dynamique. Nous remarquons, par ailleurs, que les résultats tirés de la méthode GMM en panel dynamique soulèvent certaines contradictions avec ceux issus de la modélisation linéaire. En effet, plusieurs coefficients conservent les mêmes signes. Cependant, certaines relations ayant été non significatives dans la modélisation linéaire deviennent significatives dans la modélisation dynamique.

2.3.1.3 Caractéristiques du PDG et structure du capital : Présentation et analyse des résultats de la modélisation dynamique

2.3.1.3.1 Age du PDG et structure du capital

Le tableau 5.5 présente les résultats obtenus par la méthode GMM avec un décalage d'une année. L'analyse de toutes les données indique une relation négative et significative au niveau de 1% entre l'âge du PDG et l'endettement dans les modèles 4 et 4.1. Ce résultat est conforme à notre hypothèse H2 selon laquelle l'âge du PDG impacte négativement le taux d'endettement. Ceci est conforme au modèle de signalisation managériale (Prendergast et Stole, 1996), et aux études antérieures (Malmendier et *al.*, 2011 ; Ben Mohamed et *al.*, 2012 ; Yim, 2013), De plus, il est aussi conforme aux résultats de la modélisation linéaire (EF) pour le modèle 4. Si l'on s'en tient à Azami-Ammar et Sammoudi (2017) qui ont observé que les dirigeants proches de la retraite ont une plus grande aversion au risque que ceux plus jeunes, il n'est pas surprenant de voir une relation négative entre l'âge du PDG et l'endettement.

Cependant, dans le modèle 4.2, une relation positive et significative existe au seuil de 1% lorsqu'un retard d'un an est utilisé. Les résultats de la recherche soulignent la différence de relation entre la dette à court et à long terme. La relation positive dans le modèle 4.2, où la dette à long terme est examinée par rapport à l'âge du PDG, indique que plus le PDG prend de l'âge plus il contracte des niveaux plus élevés de dette à long terme.

2.3.1.3.2 Séparation des fonctions et structure du capital

La séparation des fonctions entre le Président et le Directeur Général constitue une des règles d'une bonne gouvernance. Celle-ci est définie comme la situation dans laquelle une personne occupe à la fois les fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général. L'application de la modélisation dynamique aux données de notre étude, et en utilisant un décalage d'un an, comme le montre le tableau 4.25, le résultat révèle une relation négative et significative au niveau de 1% dans les modèles 4 et 4.2, cette relation est conforme à des études précédentes (Fosberg, 2004 ; Abor, 2007 ; Siromi et Chandrapala, 2017 ; Feng *et al.*, 2020). Alors qu'une relation positive et significative au niveau de 10% dans le modèle 4.1 est identifiée en utilisant un décalage d'un an, ce résultat est conforme aux prédictions de la théorie d'agence.

Les conclusions de cette étude ne sont pas concluantes, car les résultats varient en fonction du choix du modèle et de la méthode d'analyse, une conclusion cohérente est que la tendance des sociétés de cette étude et de scinder les rôles de PDG et de président de conseil d'administration en deux, ce qui est conforme aux nouvelles recommandations du Code marocain des bonnes pratiques de gouvernance. Notre hypothèse H1 selon laquelle les dirigeants cumulant les deux fonctions est partiellement confirmée. Ce résultat peut s'expliquer par le fait que l'indépendance dans l'exercice du contrôle et l'impartialité de la surveillance ne peuvent être garanties du fait de la confusion de pouvoir dans le cadre de cette structure dualiste.

2.3.1.3.3 Durée du mandat du PDG et structure du capital

Une autre caractéristique de la gouvernance d'entreprise qui affecte la structure du capital est la durée du mandat du PDG. Il s'agit de la durée pendant laquelle le PDG reste à son poste. La gestion quotidienne de l'entreprise incombe au PDG et à la direction, qui sont responsables devant le conseil d'administration. Les décisions de la direction, notamment du PDG, ont donc un impact sur la structure du capital de l'entreprise.

L'absence de relation significative identifiée par la modélisation linéaire est surmontée par l'application de la méthode GMM. Une relation négative et significative au niveau de 5% dans le modèle 4, et au niveau de 1 % dans les modèles 4.1 et 4.2 est identifiée lorsqu'un décalage d'un an est utilisé, ceci est conforme aux études précédentes (Berger *et al.*, 1997 ; Wen *et al.*, 2002 ; Malmendier *et al.*, 2011 ; Kamau et Basweti, 2013 ; Tarus et Ayabei, 2016) et confirme l'hypothèse prédite (H3). Les résultats de la recherche indiquent que les niveaux d'endettement à court et à long terme sont réduits lorsque l'ancienneté du PDG augmente.

Cette constatation suggère que les PDG dont la durée d'occupation est plus longue opteraient pour une dette plus faible afin de réduire les pressions sur la performance associée à un capital d'emprunt élevé ce qui aura un impact sur les décisions relatives à la structure du capital.

2.3.1.3.4 Nationalité du PDG et structure du capital

L'absence de relations significatives identifiées par la modélisation linéaire est surmontée par l'utilisation de la modélisation dynamique. Une relation positive et significative au niveau de 1% est identifiée dans les modèles 4 et 4.2, ceci dit que la présence d'un PDG marocain augmente le niveau de la dette totale et à long terme, cette constatation n'est pas conforme à notre hypothèse (H4). Alors que dans le modèle 4.1, une relation négative et significative au niveau de 10% existe lorsqu'un décalage d'un an est utilisé, indiquant que la présence d'un PDG marocain réduit les niveaux d'endettement à court terme.

La modélisation dynamique fournit une relation mitigée, qui dépend du modèle choisi. Toutefois, la relation obtenue est significative par rapport à celle de la modélisation linéaire. Les études précédentes concernant la relation entre la nationalité du PDG et l'endettement ont été rares et peu concluantes. La différence entre la significativité de la relation dépend du principe que la dette soit de nature à court ou à long terme, ce qui montre que la présence d'un PDG marocain réduit le niveau de la dette à court terme, remplaçant cette dernière par une dette à plus long terme.

2.3.1.4 Composition du conseil d'administration et structure du capital : Présentation et analyse des résultats de la modélisation dynamique

2.3.1.4.1 Présence des administrateurs indépendants et structure du capital

Les administrateurs indépendants sont normalement recrutés pour leurs compétences afin de rendre le conseil d'administration plus efficient et de rendre les organes de contrôle plus indépendants. L'examen des résultats de la modélisation dynamique en utilisant la technique GMM avec un décalage d'un an, fait apparaître qu'une relation **négative et significative au niveau de 1 %** dans les trois modèles, ceci est conforme à notre hypothèse tirée de la littérature (H6) et aux résultats de la modélisation linéaire.

Nos résultats viennent confirmer cette assertion ainsi que le résultat de maintes études prouvant l'effet favorable de l'indépendance des administrateurs sur la structure du capital (Wen et *al.*, 2002, Anderson et *al.*, 2004 ; Bulathsinhalage, et *al.*, 2017 et Vijayakumaran et Vijayakumaran, 2019). Nos résultats sont totalement en adéquation avec les soupçons de plus en plus évoqués quant à la réalité de l'indépendance du conseil.

2.3.1.4.2 Diversité du genre dans le conseil d'administration et structure du capital

Lors de l'analyse de la relation entre la présence des femmes dans les conseils d'administration et l'endettement en utilisant la méthode GMM, nous constatons un changement de signe et une augmentation du niveau de signification. L'utilisation d'un décalage d'un an nous a permis de trouver une relation négative et significative au niveau de 1 %, dans les modèles 5 et 5.2, tandis qu'une relation négative et non significative est identifiée dans le modèle 5.1. Ce résultat est conforme aux recherches précédentes (Campbell et Minguez-Vera (2008) ; Carter *et al.*, 2010)) ainsi qu'à notre hypothèse (H5) qui stipulent qu'une meilleure représentativité des femmes au sein du conseil est de nature à réduire le taux d'endettement d'une entreprise.

Cependant, ces résultats affirment les fondements de la théorie d'agence, plusieurs auteurs confirment qu'un conseil diversité est plus difficilement sous l'emprise des dirigeants dans la mesure où la diversité renforce son indépendance de manière à ce qu'il puisse remplir efficacement sa fonction de contrôle (Gul *et al.*, 2011 ; Hili et Affes, 2013 ; Lakssoumi, 2021).

La présence des femmes a pour effet de diminuer les niveaux de la dette totale et de la dette à long terme, tout en diminuant la dette à court terme. Le lien avec l'impact des différents niveaux de risque est un nouveau domaine qui nécessite des recherches plus approfondies, qui vont au-delà de ce travail de recherche.

2.3.1.4.3 Fréquence des réunions tenues par le conseil d'administration et structure du capital

La fréquence des réunions du conseil d'administration représente l'activité des administrateurs. L'assiduité des administrateurs aux réunions du conseil d'administration contribue à son bon fonctionnement et à l'amélioration de la performance financière (Jaoua, 2018). La relation entre le nombre de réunions du conseil d'administration et les niveaux d'endettement devient positive et significative au niveau de 1% dans les modèles 5 et 5.2 lors de l'utilisation de la méthode GMM avec un décalage d'un an. Par contre, la relation reste positive, mais non significative dans le modèle 5.1 d'où le rejet de notre hypothèse (H7). Ce résultat n'est pas conforme à la théorie d'agence, toutefois, il correspond à certaines études antérieures (Adams *et al.*, 2005 ; Lorca *et al.*, 2011 ; Naseem *et al.*, 2017). De sorte que le suivi intensif qu'exige le service de la dette pourrait être la cause de l'augmentation du nombre de réunions du conseil d'administration, et constitue une raison possible de la relation positive.

Les résultats des études antérieures sont mitigés, mais la majorité mentionne que l'augmentation du nombre de réunions du conseil d'administration était censée réduire le niveau d'endettement. Dans notre étude, les résultats indiquent que c'est l'inverse qui se produit, et que la capacité à

surveiller les niveaux d'endettement actuels de l'entreprise grâce aux réunions du conseil d'administration n'est pas vérifiée.

2.3.1.4.4 Taille du conseil d'administration et structure du capital

Le conseil d'administration a pour mission de protéger les actifs de l'entreprise et son comportement doit être ajusté pour augmenter la valeur de ces actifs en collaborant avec la direction afin d'améliorer la création de la richesse pour les actionnaires. Un conseil d'administration de grande taille conduit à une diversité d'opinions ce qui peut avoir un impact sur la rapidité de la prise de décision.

Le résultat d'estimation du modèle dynamique par la méthode GMM présente des relations négatives et significatives au seuil de 1% lorsqu'un décalage d'un an est utilisé dans les trois modèles. Ce résultat est conforme aux résultats de la modélisation linéaire sous MCO et EF/EA. Des études antérieures ont également examiné la relation entre la taille du conseil d'administration et la structure du capital, et ont abouti à des résultats similaires (Abobakr et Elgiziry, 2016 ; Kang, et Ausloos, 2017 ; Sewpersadh, 2019). Ce résultat est conforme à notre hypothèse H5 selon laquelle le niveau d'endettement de l'entreprise serait d'autant plus faible que le nombre d'administrateurs siégeant au conseil soit important.

Le résultat est cohérent pour les trois mesures d'endettement et fournit des preuves concluantes que la taille du conseil d'administration peut être liée au niveau d'effet de levier. Ceci-dit que les grands conseils d'administration ont tendance à exercer une pression sur la direction pour qu'elle réduise son niveau d'endettement afin d'accroître la performance financière de l'entreprise. Cheng, S. (2008, p. 154) affirme que " *lorsque les conseils d'administration dépassent sept ou huit personnes, ils sont moins susceptibles de fonctionner efficacement et sont plus faciles à être contrôlé par le PDG* "96.

⁹⁶ Cheng, S. (2008). Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 157–176.

2.3.1.5 Structure de propriété et structure du capital : Présentation et analyse des résultats de la modélisation dynamique

2.3.1.5.1 Concentration de propriété et structure du capital

Le troisième mécanisme de gouvernance interne de l'entreprise est relatif à la structure de propriété. L'application de la modélisation dynamique aux données de notre étude, et en utilisant un décalage d'un an, et comme le montre le tableau 4.27, affiche une relation positive et significative au seuil de 5% dans les modèles 6 et 6.1, ce qui est conforme aux résultats obtenus par l'estimateur MCO et EF/EA ainsi qu'aux études récentes (Ali, 2014 ; Ben-Nasr. et *al.*, 2015 ; Njoku, 2017).

Alors qu'une relation positive et significative au niveau de 10% dans le modèle 6.2 est identifiée en utilisant un décalage d'un an. Cette relation va à l'encontre de celui obtenu par Shahzad et *al.* (2017) et Huang et *al.* (2016), qui trouve une relation négative entre la concentration de l'actionnariat. Nous acceptons alors l'hypothèse H9 qui stipule que la concentration du capital est associée positivement à la structure du capital. Les résultats convergents entre la concentration de propriété et la maturité de la dette peuvent s'expliquer par la spécificité de la structure de l'actionnariat dans le contexte marocain qui se caractérise par une forte présence des entreprises familiales.

2.3.1.5.2 Propriété étrangère et structure du capital

La présence des investisseurs étrangers est considérée comme un signe de la bonne santé du marché financier. En effet, la présence de cette catégorie d'investisseurs dans le marché implique qu'il y a des garanties présentées par les autorités pour protéger les porteurs des capitaux ce qui contribue à l'augmentation du volume de confiance entre les différents intervenants. L'application de la modélisation dynamique GMM dans cette étude, récapitulé dans le tableau 4.27, révèle une relation négative et significative entre la propriété étrangère et la structure du capital dans les modèles 6 et 6.2. Ce qui converge aux résultats de la modélisation linéaire avec un changement du niveau de significativité (de 1% à 5%). Notre hypothèse H12, selon laquelle la propriété étrangère est associée négativement avec la structure du capital est ainsi validée.

Dans le même registre, le modèle 6.1, et contrairement à la modélisation linéaire, présente une relation négative au seuil de 10%, donc conforme aux signes prévus. Ces résultats soutiennent ceux de Tamimi (2011), Meah (2019) et Zaid et *al.* (2020) dans le contexte des pays émergents ainsi que les résultats obtenus par Pandey (2004). Donc une diminution du pourcentage des dettes s'accompagne d'une hausse du pourcentage de participation des étrangers dans le capital.

2.3.1.5.3 Propriété managériale et structure du capital

La théorie de l'agence stipule que la représentation des salariés dirigeants dans la structure du capital constitue un moyen efficace de contrôle et réduit les coûts d'agence au sein de l'entreprise. En effet, l'approche partenariale de la gouvernance a conduit à une vision différente de la structure de l'actionnariat et de la composition du conseil d'administration. Elles doivent désormais inclure d'autres parties prenantes, en l'occurrence les salariés. Uddin *et al.* (2019) ont montré qu'il y a une corrélation positive entre le besoin de coordination au sein de l'entreprise et l'efficacité de la gouvernance. Ceci est expliqué par l'utilisation judicieuse de la représentation des salariés dans le capital de l'organisation.

Lors de l'utilisation de l'estimateur GMM avec un décalage d'un an, la relation entre l'effet de levier et la propriété managériale présente une association positive et significative dans les trois modèles au seuil de 5%, ce qui est conforme aux résultats des études récentes (Sun *et al.*, 2016 ; Huang *et al.* (2016) ; Uddin, *et al.* (2019)). Par conséquent, l'hypothèse (H11) sur la relation entre la propriété managériale et la structure du capital est acceptée. Le conseil d'administration discute les choix de structure du capital, et dispose donc d'un important degré d'information qui leur permettra la prise des bonnes décisions. Ce résultat est cohérent avec l'hypothèse d'alignement des incitations de Jensen et Meckling (1976), suggérant qu'un actionnariat managérial plus important incite les dirigeants à adopter des choix financiers plus risqués en utilisant un effet de levier relativement plus important.

La participation des gestionnaires au conseil d'administration renforce l'efficacité de la gouvernance d'entreprise et favorise l'alignement des intérêts des différentes parties prenantes (dirigeants, actionnaires externes, salariés, etc.). Pour autant, nos résultats ne réussissent pas à mettre en évidence ce principe. En outre, la relation positive peut également impliquer que lorsque l'actionnariat des gestionnaires augmente, ils choisissent des ratios d'endettement plus élevés comme un signal pour s'engager à réduire les coûts d'agence pour les tiers.

2.3.1.5.4 Propriété institutionnelle et structure du capital

Les investisseurs institutionnels sont des organismes qui collectent les capitaux afin de les investir dans les marchés financiers (Li, 2011). Nejjar (2011) stipule que plusieurs organismes peuvent jouer le rôle d'un investisseur institutionnel, à savoir les banques, les assurances, les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)⁹⁷ et les fonds de pension.

⁹⁷ Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) sont des intermédiaires financiers qui donnent, à leurs souscripteurs, la possibilité d'investir sur des marchés financiers auxquels ils n'auraient que difficilement accès autrement (marchés financiers et monétaires étrangers, actions non cotées,...).

La relation entre les propriétaires institutionnels, mesurés à l'aide du pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels, et l'effet de levier est systématiquement positive et significative au seuil de 1%, dans les trois modèles lorsque la méthode GMM est appliquée avec un décalage d'un an, ces résultats sont conformes à ceux de Sun et *al.* (2015) et Uddin, et *al.*, (2019). Les propriétaires institutionnels sont en mesure d'obtenir une plus grande diversification du risque en détenant un portefeuille d'investissements diversifié.

Les tableaux 4.25, 4.26 et 4.27 montrent une association négative significative entre les niveaux d'endettement et la rentabilité. Ce résultat est conforme à la théorie de financement hiérarchique qui stipule que les entreprises utilisent en priorité leurs fonds générés en interne et n'ont recours à l'endettement qu'en dernier ressort. Les entreprises qui génèrent plus de fonds internes ont généralement tendance à éviter l'endettement. Bien que les entreprises rentables puissent avoir un meilleur accès au financement par emprunt que les moins rentables, le besoin de financement par l'emprunt peut être moins important pour les entreprises très rentables si les bénéfices non distribués sont suffisants pour financer de nouveaux projets d'investissements.

En outre, selon la théorie d'arbitrage, la taille de l'entreprise et l'endettement sont positivement associés, car plus l'entreprise est grande, plus les risques de faillite sont faibles et plus les coûts de faillite sont bas. Ainsi que, les études précédentes ont montré que plus la taille de l'entreprise est grande, plus les coûts d'agence sont faibles. Les tableaux précédents (4.25, 4.26 et 4.27) montrent une corrélation positive entre la taille de l'entreprise et le niveau d'endettement. Cela peut être dû au fait que les grandes entreprises ont un faible coût de faillite et que les prêteurs sont disposés à leur accorder des prêts parce qu'ils pensent que ces entreprises ont moins de possibilités de défaillance et qu'elles peuvent facilement récupérer leur montant.

Les résultats de cette étude montrent également un signe positif et significatif pour l'association entre la croissance et les ratios d'endettement. Cela suggère que les entreprises marocaines cotées en croissance ont besoin d'un financement externe plus important pour financer leur projet et présentent donc un effet de levier plus élevé.

L'application de deux types différents de modélisation, modélisation linéaire et modélisation dynamique conduit à plusieurs différences dans les résultats de notre étude. Le tableau récapitulatif 4.28, présente les résultats des relations significatives par variable indépendante (explicatives), en fonction de chaque technique d'estimation appliquée. La modélisation dynamique crée plusieurs similitudes et différences entre l'application de la modélisation linéaire.

Section 2 : Analyse multivariée et présentation des résultats

Tableau 4.28: Récapitulatif des résultats des relations selon les différentes techniques de modélisation

	Type de régression	MCO			EF/EA			GMM		
	Variable indépendante	Sens de la relation			Sens de la relation			Sens de la relation		
Caractéristiques du PDG	PDGAGE	+	+	+	-	+	-	-	+	-
		Non validé	Non validé	Non validé	Validé	Non validé	Validé	Validé	Non validé	Validé
	PDGDUAL	NS	NS	NS	NS	NS	NS	-	+	-
								Non validé	Validé	Non validé
	PDGMAND	-NS	-NS	-NS	NS	-	NS	-	-	-
						Validé		Validé	Validé	Validé
	PDGNATI	+	-	+	NS	-	NS	+	-	+
		Non validé	Validé	Non validé		Validé		Non validé	Validé	Non validé
Composition du conseil d'administration	INDI	-	NS	-	-	-	-	-	-	-
		Validé		Validé	Validé	Validé		Validé	Validé	Validé
	FCA	-NS	NS	-NS	-NS	NS	-NS	-	-NS	-
								Validé		Validé
	RCA	NS	NS	NS	NS	NS	NS	+	NS	+
								Non validé		Non validé
	TACA	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		Validé	Validé	Validé	Validé	Validé	Validé	Validé	Validé	Validé
La structure de propriété	CONP	+	+	NS	+	+	NS	+	+	+
		Validé	Validé		Validé	Validé		Validé	Validé	Validé
	INVET	-	NS	-	-	NS	-	-	-	+
		Validé		Validé	Validé			Validé	Validé	Non validé
	PROM	-	-	-	-	-	-	+	+	+
		Non validé	Non validé	Non validé	Non validé	Non validé	Non validé	Validé	Validé	Validé
	PROI	+	NS	+	NS	-NS	NS	+	+	+
		Non validé		Non validé				Non validé	Non validé	Non validé

(+) : Positive, (-) : Négative ; NS : Non significative

Source : Elaborée par l'auteur

Conclusion de la section

Dans le cadre de cette deuxième section du présent chapitre, nous avons présenté les résultats du sens de variabilité entre les mécanismes internes de gouvernance d'entreprise et la structure du capital, et ce à travers les coefficients résultants des régressions linéaires multiples. Dans cette section, et après avoir exploré et vérifié les deux conditions relatives aux résidus (la normalité et l'homoscédasticité) et le modèle qui devrait utiliser l'estimation à effet fixe et celui qui devrait utiliser l'estimation à effet aléatoire, nous avons par la suite exposé les résultats de la régression linéaire des différentes estimations. Ces résultats qui soulignent, parfois, des divergences entre les différentes méthodes utilisées, quoi que ce soit au niveau du sens ou au niveau du seuil de significativité.

Un certain nombre d'études antérieures démontrent que l'endogénéité peut être un problème majeur dans les recherches sur la gouvernance d'entreprise, et qu'il est donc nécessaire de traiter tout effet éventuel d'endogénéité susceptible d'altérer les résultats. Nous avons effectivement identifié des problèmes d'endogénéité dans les variables indépendantes de notre étude. En guise de surmonter ces problèmes, nous avons fait appel à la modélisation dynamique avec la méthode d'estimation GMM qui tient compte de l'endogénéité potentielle en utilisant des variables instrumentales décalées. La méthode GMM permet d'incorporer des décalages dans l'analyse des données, afin d'identifier si un changement dans les variables de gouvernance d'entreprise peut contribuer à des changements dans la structure du capital d'une entreprise. Dans notre cas, seul le décalage d'un an fournit des résultats significatifs.

Les résultats de la méthode GMM convergent, mais partiellement avec ceux dégagés par la modélisation linéaire. Le tableau 4.28 ci-dessus fournit une synthèse de ces résultats. Certaines divergences ont été soulevées suite au changement de l'environnement d'analyse (passage d'un modèle statique à un modèle dynamique), touchant essentiellement le sens des relations et leur signification statistique. Un principal résultat se dégage de cette analyse, est que les trois mécanismes de gouvernance en un impact soient positifs ou négatifs, sur la structure du capital des sociétés cotées au Maroc, d'où l'intérêt des entreprises à mettre en places des mécanismes de gouvernance solides afin d'optimiser leur structure du capital.

Section 3 : Approche qualitative complémentaire et discussion des résultats

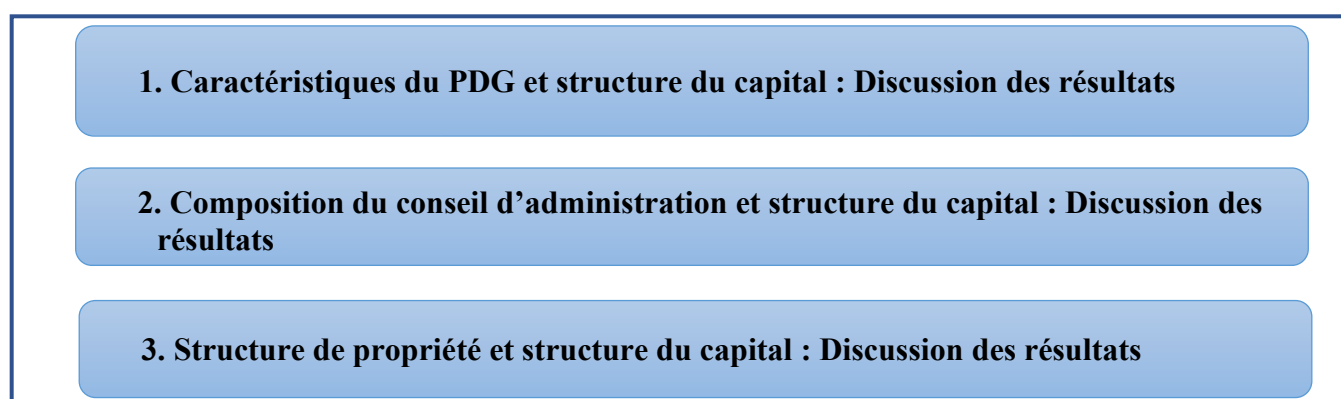
La section précédente avait pour but de présenter les résultats de notre première étude empirique basée sur une approche quantitative. Cette dernière se caractérise par un degré d'irréversibilité important, car il s'agit d'instruments de mesure, d'échantillonnage et de définition des variables dépendantes et indépendantes. Il nous a permis de confirmer ou d'infirmer les hypothèses de recherche précédemment mentionnées à travers des coefficients de régressions. Ces coefficients ne permettent pas d'expliquer le lien de causalité, mais simplement de mettre en évidence une association.

De ce fait, afin d'enrichir davantage les interprétations et les discussions des résultats obtenus dans l'analyse quantitative, nous avons jugé nécessaire de mener une deuxième phase qualitative de recherche. Nous avons décidé d'effectuer des entretiens semi-directifs avec les responsables financiers ou les responsables de communication et de gouvernance des sociétés cotées. L'entretien semi-directif permet de rester lié aux résultats de notre analyse quantitative tout en laissant une certaine marge de liberté de réponses aux répondants, ce qui est très intéressant dans notre cas puisque cela permet de mieux comprendre la relation entre la structure du capital et les mécanismes de gouvernance d'entreprise.

Dans ce sens, nous présentons dans cette dernière section une discussion approfondie des résultats obtenus des deux approches de la présente étude à travers une exposition des principales conclusions tirées des études empiriques.

Nous schématisons ainsi le plan de cette section comme suit :

Figure 4.4 : Plan de la *section 3*/chapitre 4



Source : Elaborée par l'auteur

3.1 Discussions des résultats

La présente section a pour ambition de mettre en œuvre la discussion des résultats avec un rapprochement entre les résultats de l'étude quantitative et de l'étude qualitative. Afin de rester dans le même acheminement de l'étude empirique, nous répartissons cette section en trois sous-sections : Une première relative à la discussion des résultats du premier mécanisme de gouvernance d'entreprise, il s'agit des caractéristiques du PDG et son impact sur la structure du capital. Une deuxième sous-section concerne la discussion des résultats de la composition du conseil d'administration et son impact sur la structure du capital, et une dernière sous-section relative à la discussion des résultats de la structure de propriété et son impact sur la structure du capital.

3.1.1 Caractéristiques du PDG et son impact sur la structure du capital

3.1.1.1 Age du DG/PDG et structure du capital

L'âge du dirigeant est souvent considéré comme un facteur pouvant expliquer son comportement financier. L'impact éventuel de l'âge d'un cadre exécutif sur le succès d'une entreprise a attiré l'attention de plusieurs théoriciens dans la littérature. Les résultats de l'étude quantitative nous ont permis de faire une répartition des données en fonction de l'échéance de la dette, ce qui nous amène à des résultats intéressants :

- ➔ Premièrement, plus le dirigeant prend de l'âge moins il désire faire grandir son entreprise, par conséquent il a des besoins financiers plus faibles. Comme les dirigeants qui s'approchent de la retraite ont encore une plus grande expérience, la relation négative entre l'endettement total et la croissance peut se justifier par les faibles besoins financiers des dirigeants et donc leur faible recours à l'endettement.
- ➔ Deuxièmement, l'utilisation de la dette à court terme empêche la croissance à long terme d'une entreprise, car les projets d'investissement à long terme nécessitent des investissements à long terme. Ceci dit que les entreprises désirantes d'effectuer des projets d'investissements doivent revoir leurs politiques de recrutement des PDG.

Selon les interviewés les résultats obtenus peuvent être expliqués par le fait que :

« ...le PDG en devenant plus âgé, devient plus averse au risque » ;

« La dette à court terme présente l'inconvénient que l'endettement à moins d'un an empêche les sociétés de se développer à long terme. Cependant, elle a l'avantage de permettre aux PDG de démontrer au conseil d'administration et aux parties prenantes qu'ils ont les capacités requises pour bien gérer l'endettement de la société et les risques liés à la dette » ;

« ... que les jeunes dirigeants aiment prendre des risques, et sont plus portés vers une stratégie de croissance. »

De ce qui précède, nous pouvons conclure que les jeunes dirigeants tenant compte de leurs plus grandes ambitions, ont des besoins financiers supérieurs aux dirigeants âgés. Pour satisfaire ces besoins, ils peuvent recourir au financement externe compte tenu de leur plus faible aversion au risque.

Néanmoins, il importe de mentionner que malgré leur grande propension au risque, l'accès des jeunes PDG au financement est souvent compliqué comparativement aux autres PDG, ceci à cause des facteurs tels que leur manque d'historique de crédit, leur manque de garanties, leur manque d'expérience en gestion, le secteur d'activité dans lequel ils opèrent (principalement celui du savoir) et les objectifs de croissance très grands, qui amplifient le niveau de risque de leur entreprise.

3.1.1.2 Séparation des fonctions et structure du capital

La distinction entre la conduite quotidienne des affaires de ces entreprises et la surveillance de cet exercice peut être effectuée soit dans le cadre d'une structure à conseil d'administration en séparant les fonctions de Directeur Général (DG) et de Président du Conseil d'Administration (PCA), soit en optant pour la structure dualiste à directoire et à conseil de surveillance. Le choix de séparer ou de fusionner entre les fonctions de de PCA et de DG revient au Conseil d'Administration, et ce, afin d'assurer une flexibilité et une souplesse de la prise de décision.

Les résultats de l'étude quantitative démontrent que, dans le cas où la dualité subsiste, l'endettement à court terme devient plus élevé, contrairement à l'endettement à long terme. Cependant, la dette à court terme a l'avantage d'être plus facile à contracter, mais elle a souvent un coût plus élevé par rapport à la dette à long terme. Par conséquent, la recherche confirme que la dualité de PDG dans les entreprises cotées au Maroc n'est pas recommandée.

La nomination de la même personne en tant que DG et PCA augmente les niveaux d'endettement à court terme contrairement à l'endettement à long terme. Ainsi, si un dirigeant cumule la direction générale et la présidence du conseil, des problèmes d'agence peuvent naître dans l'entreprise. En outre, le fait qu'un dirigeant contrôle son propre mode de gestion peut le conduire à un comportement opportuniste, entraînant par la même occasion une baisse du niveau d'endettement à court terme sous l'hypothèse d'enracinement.

Cette constatation a été justifiée par les responsables interviewés :

« ...toutes les décisions importantes, stratégiques et financières, de l'entreprise sont généralement prises par le Président du Conseil de Surveillance ou du Conseil d'Administration ... alors la dualité des fonctions du PDG peut solidement ancrer un dirigeant au sommet d'une organisation, remettant ainsi en question l'indépendance du conseil, et alors sa capacité de surveiller les décisions financières du dirigeant de qui peut expliquer sa capacité à contacter des dettes à long terme contrairement aux dettes à court terme » ;

« ... la situation de dualité semble tout de même renforcer le pouvoir discrétionnaire des actionnaires contrôleurs vu que, souvent, le PDG est membre de la famille contrôleur, ou choisi par l'entité de contrôle, cette situation pousse ce dernier à ne pas recourir à l'endettement à long terme afin de préserver le contrôle de l'entreprise », « les conseils présidés par le directeur général soient moins efficaces dans la limitation de la discrétion managériale notamment en matière d'endettement. » ;

« Le faible recours à l'endettement à long terme peut s'expliquer par le fait que les entreprises marocaines cotées sont caractérisées par une forte présence du contrôle familial et généralement le PDG d'une entreprise familiale est très souvent aussi actionnaire et membre de la famille de contrôle, donc la crainte de la faillite ou de la perte de contrôle de l'entreprise leur pousse à recourir au financement par capitaux propres. ».

De ce fait, la majorité des structures de gouvernance des sociétés cotées de l'échantillon mènent indirectement au cumul des fonctions de management et de surveillance.

Nous pouvons alors conclure que les nouvelles lignes directives, adoptées dans la nouvelle loi sur les SA (Loi N°20-19), qui interdisent le cumul des fonctions du PCA et du DG pour les sociétés faisant appel public à l'épargne confirment nos résultats. Cette séparation renforcera l'image du Maroc auprès des investisseurs internationaux et améliorera sans doute son classement dans le rapport *Doing Business* établi par la Banque Mondiale.

3.1.1.3 Durée du mandat du PDG et structure du capital

Les stratégies d'enracinement visent à neutraliser les différents mécanismes de contrôle qui pèsent sur les dirigeants. Dans un contexte d'asymétrie informationnelle entre les dirigeants qui sont au centre de la gestion et les actionnaires, ils peuvent être amenés à prendre des décisions qui ne visent pas l'objectif de maximisation de la valeur de la firme, mais vont renforcer leur position interne en leur permettant de réduire les risques d'être révoqués.

En effet, les résultats de l'étude quantitative démontrent des relations négatives entre la structure du capital et la durée du mandat du PDG. Il s'avère que plus la durée de temps passé en tant que dirigeant est long, plus il montre une préférence à éviter l'endettement. L'explication théorique de la relation négative entre la durée du mandat et la décision d'endettement est basée sur le choix endogène du niveau du risque pris par les dirigeants lors d'une politique d'investissement, en fonction de l'efficacité de la structure de gouvernance en place.

Ces résultats peuvent s'expliquer aussi par le fait qu'au fur et à mesure que la durée du mandat du PDG augmente, soit les projets à valeur actuelle nette positive sont diminués, soit le financement est recherché auprès de sources alternatives, autres que l'endettement. Les perspectives de croissance de l'entreprise dépendent de l'adoption des projets à valeur net actuelle positive, ce qui conduit les PDG ayant un long mandat à développer le court-termisme⁹⁸.

Ces propos vont dans le même sens des interviewés, qui ont mis en évidence la relation négative entre la structure du capital et la durée du mandat du PDG. Selon ces responsables :

« ... dans la mesure où la dette permet de contrôler les dirigeants, les dirigeants enracinés vont se financer en fonds propres par rapport à la dette afin d'éviter le contrôle », « le sens négatif de la relation peut s'expliquer par l'aversion forte au risque quand les dirigeants cherchent à protéger leurs postes du fait de contrôle excessif des banques, mais aussi du fait que leurs entreprises ont accumulé des ressources au fil du temps et peuvent donc ainsi s'autofinancer ».

Toutefois, certains interviewés ont donné une explication à la relation négative entre la durée du mandat et le niveau d'endettement des entreprises par la recherche de la pérennité :

« La dette augmente aussi bien le risque de faillite que de licenciement du PDG, ce qui le mène à rechercher la sécurité financière par l'évitement des financements extérieurs, notamment l'endettement bancaire, c'est-à-dire qu'il cherche de la pérennité de son entreprise ».

Les résultats de cette recherche précisent que les dirigeants ancrés évitent le financement par dettes. La théorie de l'enracinement des dirigeants le considère comme acteur actif qui cherche à développer des stratégies afin de conserver sa place dans l'entreprise et de rendre son remplacement coûteux pour l'organisation ; ce qui augmente son pouvoir et élargit sa latitude discrétionnaire.

⁹⁸ Le dictionnaire Larousse définit le court-termisme comme une stratégie qui privilégie les bénéfices immédiats au détriment d'un résultat à plus long terme

Ces résultats pourraient encourager le conseil d'administration à revoir la durée maximale du mandat du PDG, et pas seulement des administrateurs, afin d'éviter que les PDG accumulent du pouvoir et restreignent les décisions relatives à la structure du capital. À ce stade, la conclusion peut conduire à recommander de nouvelles orientations aux entreprises cotées dans le CMBPGE. Ce dernier fournit des conseils aux entreprises, et le non-respect de ses dispositions n'entraîne aucune amende ou pénalité pour ces dernières. Cependant, cela pourrait être mis en œuvre indirectement en imposant des limites d'endettement ou des exigences en matière de capital, de la même manière que les sociétés de financement.

3.1.1.4 Nationalité du PDG et structure du capital

La nationalité influence les décisions financières par le biais des croyances et valeurs qui déterminent les perceptions, les préférences et les comportements des PDG. Outre son effet direct sur les choix financiers des dirigeants d'entreprise, elle affecte aussi indirectement les prises de décisions financières à travers son impact sur les institutions telles que le système juridique et le système financier. La nationalité constitue un facteur important qui influence les choix financiers notamment la structure du capital des entreprises.

La modélisation dynamique fournit des relations mitigées qui dépendent du modèle choisi. Toutefois, la relation obtenue est significative par rapport à celle de la modélisation linéaire. Les résultats de l'étude quantitative démontrent que les PDG marocains sont enclins à l'excès de confiance, donc, ils ont tendance à préférer le financement par emprunt que les capitaux propres. Nous pouvons expliquer ce résultat par le fait que les dirigeants étrangers qui sont averses au risque seraient plus susceptibles d'éviter celui de refinancement ou de liquidation qui pourrait résulter des émissions à court terme.

Nous pouvons conjuguer ainsi ce résultat par le fait le PDG étranger, surestimant les résultats et cash-flow futurs, se base sur ses fonds propres pour financer ses investissements potentiels. En cas de déficit, il n'apprécie pas une nouvelle émission de titre désapprouvée par les investisseurs externes, et optera pour l'endettement non risqué. Cet accroissement de l'endettement, effet direct de l'excès de confiance et l'optimisme implique une augmentation des garanties offertes par l'entreprise. Ce qui se reflète dans la relation positive du coefficient de la variable tangibilité des actifs (TANG) et le niveau d'endettement.

Les réponses collectées auprès des différents responsables interviewés expliquent de façon sommaire que :

« Les managers étrangers peuvent développer une tendance à détenir des liquidités suffisantes afin de ne pas avoir à se soumettre à l'examen extérieur associé à la collecte des fonds externes ». Ce comportement résulte du fait que les PDG étrangers sont plus assertifs et décisifs.

D'emblée, selon ces interviewés :

« Les DG étrangers n'aimeraient pas que leurs politiques d'investissement audacieuses soient distraites par les soucis de faillite résultant de l'endettement » ;

« ...ainsi que l'évitement de l'incertitude peut avérer comme un frein à l'endettement. ».

Les PDG étrangers ont généralement peur de la détresse financière liée aux pertes inattendues et au manque de liquidités pouvant les contraindre à lever des fonds à des conditions défavorables ou à liquider les actifs à forte décote.

À la lumière des résultats aboutis, trois implications peuvent être énoncées. La première est que les PDG marocains sont optimistes, ont plus tendance à recourir à l'endettement que les PDG étrangers. La seconde implication est que l'étude de l'impact des caractéristiques du PDG sur la structure du capital de la firme peut aider à mieux comprendre le profil de ces chefs d'entreprise.

La dernière implication est relative aux parties prenantes. Au terme de cette recherche, il est évident que les PDG marocains conçoivent à tort l'endettement comme source privilégiée de financement. L'endettement n'est pas profitable pour quelques parties prenantes. La dépendance vis-à-vis des ressources externes compromet la capacité de l'entreprise à faire face à des manœuvres concurrentielles. Aussi, l'endettement peut changer la structure de gouvernance de l'entreprise en introduisant les prêteurs comme les banquiers.

3.1.2 Composition du conseil d'administration et son impact sur la structure du capital

3.1.2.1 Présence des administrateurs indépendants et structure du capital

L'indépendance des administrateurs constitue aujourd'hui un critère important de la qualité de gouvernance des sociétés marocaines cotées. Le cadre réglementaire marocain incite les sociétés à s'assurer de la présence d'un nombre minimum d'administrateurs indépendants dans le conseil d'administration, afin d'améliorer les pratiques de bonne gouvernance chez ces acteurs, grâce aux qualités d'indépendance et de compétences dont est doté l'administrateur indépendant.

Les résultats obtenus de l'étude quantitative présentent des relations négatives entre la présence des administrateurs indépendants et la structure du capital, et ce dans les trois modèles. Ceci dit qu'une augmentation du nombre d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration permet de minimiser le recours à l'endettement, donc ces administrateurs ont tendance à surveiller plus activement les dirigeants, ce qui incite ces derniers à adopter un levier financier plus faible pour obtenir de bons résultats. Ce postulat est convergent avec les propos de la théorie de l'agence qui stipule que ce mécanisme disciplinaire permet de mieux contrôler les dirigeants et d'aligner leurs intérêts avec l'actionnariat de l'entreprise pour maximiser la valeur créée par cette dernière.

Conscients de ce fait, les interviewés ont déclaré que :

« Les administrateurs indépendants ont de l'expérience dans des entreprises en dehors du secteur dans lequel ils siègent en tant qu'administrateurs, cela permet une discussion plus détaillée sur les besoins en capitaux de l'entreprise ... l'augmentation du nombre d'administrateurs indépendants permet de disposer d'un éventail plus diversifié d'opinions et d'idées sur les sources financières possibles ».

Autres interviewés affirment que : *« les administrateurs indépendants ne sont pas affiliés aux dirigeants, car ils ne leur sont pas subordonnés. Ils exercent ainsi un fort contrôle sur les décisions financières de ce dernier en minimisant le recours accru à l'endettement » ;*

« La présence des administrateurs indépendants est particulièrement importante parce qu'ils sont essentiellement guidés par la protection des intérêts des actionnaires en contrôlant les engagements d'endettement » ;

« Les entreprises dont les conseils d'administration sont dominés par un plus grand nombre d'administrateurs externes ont tendance à avoir une meilleure performance financière, chose qui se répercute sur le recours à l'endettement. ».

Sur la base des résultats discutés ci-dessus, nous pouvons conclure que les administrateurs contribuent à la prévention des différents comportements de spoliation des dirigeants et des administrateurs qui représentent les actionnaires majoritaires. La présence de ces acteurs indépendants permet aussi de booster les performances managériales au sein de l'entreprise et donc sa performance financière.

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 gouvernance d'entreprise. 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 ».

3.1.2.2 Diversité du genre dans le conseil d'administration et structure du capital

Notre analyse statistique relative à l'impact de la présence des femmes au sein du conseil d'administration sur la structure du capital démontre que leur présence a pour effet de diminuer les niveaux de la dette totale et de la dette à long terme, tout en diminuant la dette à court terme. Dans cette perspective, nous pourrions conclure que les femmes ont une grande aversion aux risques dus à l'endettement.

De façon corollaire, dans la littérature en psychologie, combinée aux études liées au genre en finance et en comptabilité, il a été largement démontré que les femmes sont généralement plus averses au risque que leurs homologues masculins et plus prudents en matière de prise de décisions notamment financières (Byrnes et *al.*, 1999). L'évaluation de l'attitude des membres du conseil d'administration vis-à-vis du risque, sur la base de leur genre, est très stéréotypée et il est peu probable qu'elle soit correcte dans tous les cas. Ce constat confirme les prédictes de l'étude Hillesland (2019) dans laquelle il confirme que les femmes ont une plus grande aversion au risque que les hommes. Cette aversion au risque peut être dû à d'autres facteurs environnementaux, qui varient selon les pays.

Ces facteurs se manifestent différemment selon les contextes, en raison de pressions culturelles différentes. Ainsi, si les femmes peuvent avoir une plus grande aversion au risque que les hommes en termes de décisions d'allocation financière au Maroc, ce n'est pas nécessairement le cas peut être pour les hommes et les femmes dans d'autres pays émergents.

Les réponses collectées auprès des différents responsables interviewés confirment que la présence de la femme au sein du conseil d'administration impacte la structure du capital dû à leur point de vue vis-à-vis du risque.

Selon les propos de certains interviewés :

« Oui, pour moi la présence de la femme augmente la capacité du conseil à accomplir efficacement ses fonctions, et ce en contribuant à l'amélioration de la qualité du processus décisionnel grâce à l'hétérogénéité des connaissances ce qui permet de diminuer le taux d'endettement de l'entreprise » ;

« À mon avis, la présence de la femme au sein du conseil d'administration impacte négativement le niveau d'endettement pour assurer la survie et continuité de l'entreprise vue le risque de la détresse financière liée à l'endettement » ;

« Parfois, les femmes ont plus de réticence au mot endettement que les hommes ce qui peut expliquer la relation entre le niveau d'endettement et leurs présences au sein du conseil d'administration de l'entreprise » ;

« L'attitude de la femme à l'égard du risque influe sur les décisions financières, et puisque les femmes sont généralement averses aux risques leurs présences au sein du conseil d'administration influence négativement le recours à l'endettement. »

Enfin, la diversité genre permet de renforcer les fonctions du conseil d'administration, car les femmes administratrices ont généralement de meilleures compétences en matière de suivi et une capacité de communication très importante par rapport aux hommes (Adams et al., 2011). Malgré qu'au Maroc, il n'existe pas 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. Nos résultats conduisent alors à conclure que les femmes administratrices sont actives dans leur rôle de contrôle et pourraient ainsi être considérées comme un dispositif de gouvernance d'entreprise crucial dans le contexte marocain.

3.1.2.3 Fréquence des réunions tenues par le conseil d'administration et structure du capital

L'augmentation de la fréquence des réunions du conseil d'administration est une bonne indication que les administrateurs sont plus susceptibles d'exercer leurs fonctions dans l'intérêt des actionnaires. L'étude quantitative présentée dans les deux sections précédentes démontre des relations positives entre la fréquence des réunions du conseil d'administration et la structure

du capital. Ce résultat est peut-être dû à l'intensivité de contrôle qu'exige le service de la dette dans le cas d'une augmentation du niveau d'endettement.

Cette relation a été justifiée par les interviewés par les expressions suivantes :

« ... la dette exige un niveau de surveillance plus élevé que les capitaux propres, c'est pour cela le conseil d'administration se réunit fréquemment afin de discuter les niveaux de dette de l'entreprise », « une augmentation du nombre de réunions du conseil d'administration pourrait être le résultat d'un endettement excessif dans la structure du capital, et donc une augmentation du risque de détresse financière. » ;

« De mon point de vue, le nombre de réunions du conseil d'administration est normal, il peut devenir élevé quand l'entreprise est surendettée afin de prendre les mesures nécessaires pour assurer la survie de l'entreprise. » ;

« ... des réunions plus fréquentes du conseil ne sont qu'un signal de l'existence de problèmes financiers au sein l'entreprise, ces problèmes peuvent être liés à un endettement excessif ».

Par conséquent, les arguments susmentionnés appuient fortement nos résultats qui considèrent que la situation financière d'une entreprise peut entraîner une augmentation du nombre de réunions. Par exemple, si l'entreprise est en détresse financière en raison de niveaux élevés d'endettement résultant des décisions antérieures, cela pourrait engendrer une augmentation du nombre de réunions du conseil d'administration.

Une autre explication plausible serait, telle que soulignée par Jensen (1993), la courte durée des réunions qui ne favorise pas un échange fructueux entre les dirigeants et les administrateurs, voire le manque d'informations pertinentes partagées lors des réunions afin d'assurer un contrôle plus rigoureux des dirigeants.

Le CMBPGE n'a pas publié des directives indiquant le nombre de réunions du conseil d'administration qu'une société doit tenir chaque année. La théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) est à l'origine de la relation entre le nombre de réunions du conseil d'administration et la structure du capital, en raison de l'incapacité des actionnaires qui n'ont pas accès à toutes les informations, et finalement aux prises de décisions.

3.1.2.4 Taille du conseil d'administration et structure du capital

Le conseil d'administration est la plus haute instance responsable de la gestion stratégique et financière de l'entreprise. Notre étude cherche à tester la relation entre la taille du conseil d'administration et la structure du capital. D'abord, les résultats montrent que la taille du conseil

mesuré par le nombre total des membres dans le conseil exerce un effet négatif sur la structure du capital de l'entreprise. Ce résultat confirme ceux de Berger et *al.* (1997) et Abor (2007) qui soutiennent que les grands conseils préfèrent les faibles niveaux d'endettement.

Il est, de ce fait, possible de justifier cette association négative entre la taille importante du conseil d'administration et la structure du capital par la présence d'administrateurs ayant une expertise comptable et financière. Ou encore, les grands conseils peuvent mettre la pression sur les propriétaires et les dirigeants en exigeant plus de capitaux propres afin d'améliorer la solidité financière de l'entreprise et de réduire ses risques. Une autre explication est également envisageable est que les grands conseils d'administration sont plus ancrés et qu'ils ont donc tendance, grâce à un contrôle rigoureux, à adopter une politique d'endettement réduite pour accroître la valeur de l'entreprise.

Il est important de noter qu'au-delà d'un certain niveau, une augmentation supplémentaire de la taille du conseil d'administration pourrait entraîner un manque de consensus et il devient difficile de coordonner et de traiter les problèmes. Par conséquent, un affaiblissement de la gouvernance d'entreprise. En outre, les grands conseils peuvent mettre la pression sur les propriétaires et les dirigeants en exigeant plus de capitaux propres afin d'améliorer la solidité financière de l'entreprise et de réduire ses risques. Un autre aspect de cette observation est que les entreprises qui ont de grands conseils ont plus de ressources et de garanties. Elles peuvent donc contracter des dettes dans des conditions de taux, de durée et de mode de remboursement plus favorables.

Ces constats ont été approuvés par les responsables interviewés qui ont déclaré que :

« Un conseil d'une grande taille semble renforcer le rôle de surveillance et de monitoring du conseil, ce qui se peut traduire par la diminution du niveau de dette de l'entreprise » ;

« Les conseils d'administration de grande taille rassemblent des experts de différents domaines avec une grande expérience ce qui permettra à l'entreprise d'avoir des idées sur d'autres sources de financement en dehors de l'endettement » ;

« Normalement, un conseil d'administration a pour but de discuter les décisions stratégiques de l'entreprise, parmi ces décisions on trouve le choix de financement, et si le nombre d'administrateurs est important dans le conseil, on se retrouve avec une grande réticence aux financements par endettement ».

Ces arguments sont cohérents avec les résultats quantitatifs qui ont mis en évidence une corrélation significative de ce mécanisme sur la structure du capital de l'entreprise.

Conséquemment, dans le contexte marocain, il nous semble que les entreprises cotées ont intérêt à augmenter le nombre d'administrateurs. L'impact est réputé favorable sur la structure du capital.

3.1.3 Structure de propriété et son impact sur la structure du capital

3.1.3.1 Concentration de propriété et structure du capital

Concernant l'impact des attributs de la structure de propriété, nous avons retrouvé une relation positive entre la concentration de propriété et la structure du capital sous les deux types de modélisation (linéaire et dynamique). Ceci indique qu'une concentration accrue entraîne une augmentation du niveau d'entendement de l'entreprise et atténue le problème d'agence en augmentant la dette, ce qui réduit le coût d'agence, car les actionnaires majoritaires peuvent pleinement exercer leurs fonctions de supervision.

Nous avons, à ce titre, fait recours aux statistiques descriptives qui montrent que les sociétés cotées de notre échantillon se caractérisent par une concentration capitale moyenne ; détenue par un actionnaire principal ; assez important, soit un pourcentage de 50%. Cette concentration de propriété s'étend à une valeur minimale de 26,23% à un maximum de 99%. En outre, Granado-Peir_o et Lopez- Gracia (2017) estiment que lorsque la concentration de propriété est inférieure à 34 % ou généralement faible, la concentration de propriété et la structure du capital des entreprises cotées sont souvent inversement corrélées, car il n'y a pas de grand actionnaire pour exercer pleinement la fonction de supervision de la direction. Toutefois, lorsque la concentration de propriété dépasse ce niveau, les deux sont positivement corrélés. Il peut être prouvé que la concentration de propriété des entreprises marocaines cotées est élevée et que les actionnaires principaux n'ont pas rempli leurs fonctions de supervision, d'où la relation positive remarquée dans notre étude.

Un tel résultat peut être expliqué aussi par le familisme qui caractérise les sociétés marocaines cotées en bourse. En effet, les économies en coûts d'agence issues de la convergence des intérêts dans les entreprises familiales peuvent expliquer en grande partie la structure du capital de celles-ci. Les droits de propriété majoritairement détenus par la famille dominante confèrent à celle-ci le pouvoir et l'influence nécessaires pour contraindre le gestionnaire, familial ou professionnel, à privilégier les intérêts familiaux.

Dans le même sillage, les responsables interviewés ont justifié la relation positive entre ce mécanisme de gouvernance et la structure du capital par le familisme des entreprises marocaines cotées, dont soit 61.33 % des entreprises familiales.

Selon ces responsables :

« Le contrôle familial permet de limiter le comportement discrétionnaire des dirigeants en matière d'endettement. Par ailleurs, il impacte positivement la structure du capital. » ;

« Les entreprises marocaines cotées s'orientent vers l'endettement financier plutôt que vers l'ouverture du capital, car cette alternative pourrait engendrer des problèmes de dilution de l'actionnariat et d'augmentation du risque de perte du contrôle de l'entreprise. » ;

« Un niveau d'endettement élevé peut-être expliqué par le niveau de cash-flow que les entreprises dégagent, et qui leur permet de mieux couvrir leurs charges financières de long terme. Donc, de mon point de vue, ceci pourrait expliquer pourquoi les entreprises marocaines ayant une concentration du capital possèderaient plus de dettes financières ».

Nous pourrions alors expliquer ces constats dans le sens que les entreprises marocaines cotées ayant un actionnaire majoritaire ont un niveau de liquidités assez important, ce qui, également, semble vouloir confirmer qu'elles savent faire face à leurs engagements financiers.

Une augmentation de l'endettement financier et indirectement du risque de défaut de l'entreprise peut être perçue par les actionnaires majoritaires comme une sorte d'abandon d'une partie de leur contrôle aux mains des créanciers.

Néanmoins, une fois que leur capacité d'autofinancement est atteinte, les entreprises avec une forte concentration du capital évitent le plus possible de recourir à des fonds externes préférant ainsi l'endettement bancaire à l'ouverture de capital (Ben-Nasr. et *al.*, 2015). Car cette alternative pourrait engendrer des problèmes de dilution de l'actionnariat et d'augmentation du risque de perte du contrôle familial de l'entreprise. En fait, il y aura un arbitrage entre le risque de défaillance financière lié à un niveau d'endettement élevé et la crainte de perdre le contrôle. Elles auraient dès lors tendance à être plus endettées.

3.1.3.2 Propriété étrangère et structure du capital

La présence de participations étrangères, bien que la proportion soit très faible dans l'étude, conduit à une diminution du niveau d'endettement. La prise de participation étrangère est une alternative à l'obtention de capitaux par la dette et/ou les fonds propres. Le modèle révèle que la structure du capital de l'entreprise est négativement déterminée par le taux de présence des investisseurs étrangers.

Les résultats confirment nos attentes, à savoir que la propriété étrangère entraîne un moindre recours à l'endettement total et à long terme. En fait, nos résultats montrent une diminution des

ratios d'endettement pour les entreprises dont une partie du capital est détenue par des investisseurs étrangers.

En outre, les propriétaires étrangers, qui sont principalement des investisseurs institutionnels, sont plus à même capables de surveiller les dirigeants. Par conséquent, la propriété étrangère aide à contrôler le problème de surinvestissement des dirigeants ou à réduire le coût d'agence entre les dirigeants et les actionnaires. Par suite, l'actionnariat étranger et l'effet de levier peuvent jouer des rôles similaires dans le contrôle de l'intérêt personnel des dirigeants.

Ainsi, dans les entreprises contrôlées par les étrangers, et comme le prescrit la théorie de l'agence, les actionnaires étrangers mitigent les problèmes d'agence, renforcent la surveillance des dirigeants et favorisent la réalisation de bonnes performances financières. Par contre, quand leur contrôle sur l'entreprise est négligeable, ils semblent laisser la surveillance du dirigeant aux actionnaires locaux. De manière que les problèmes d'agence entre actionnaires et dirigeants restent aigus, et la performance financière de l'entreprise est faible (Hermassi et *al.*, 2015).

De leur part, les responsables interviewées ont confirmé que la propriété étrangère joue un rôle déterminant dans la structure du capital de l'entreprise.

Selon ces responsables :

« Les entreprises à capitaux étrangers disposaient de plus de sources de financement pour remplacer les dettes grâce à leur compétence en matière de gestion, leur vaste réseau de relations, leur technologie supérieure, leur marque et leur réputation. » ;

« Les entreprises dans lesquelles le niveau de propriété étrangère est élevé ont généralement accès à des canaux de financement variés par rapport aux autres ce qui peut expliquer cette relation entre la présence de ce type d'investisseurs et le niveau d'endettement. » ;

« Le niveau d'endettement est peut-être plus faible dans ces entreprises en raison de l'apport en capital de l'investisseur étranger. ».

Nous pouvons constater que la propriété étrangère agit comme un moyen de dissuasion contre la surexposition à la dette, conduisant ainsi à des entreprises plus saines financièrement. Les partisans des théories de l'agence et des parties prenantes soutiennent depuis longtemps que la présence d'investisseurs étrangers a le pouvoir d'améliorer le contrôle managérial (Faysal. et *al.*, 2020), de minimiser l'opportunisme managérial (Jensen & Meckling, 1976) et d'augmenter la protection globale des actionnaires contre le risque associé à un endettement élevé.

Dans cette étude, et en examinant les mesures de la dette à long et à court terme qui n'ont jamais été explicitement examinées dans le passé dans le contexte marocain et afin d'améliorer notre compréhension de l'impact global d'un changement de propriété, nous constatons que la propriété étrangère réduit de manière significative les ratios d'endettement à long terme. Néanmoins, nous concluons que le recours à l'endettement à court terme est beaucoup moins important. Cela pourrait s'expliquer par la prédominance de sociétés de grande taille dans notre échantillon.

3.1.3.3 Propriété managériale et structure du capital

Selon la théorie du financement hiérarchique, la dette serait la première source financière extérieure pour les entreprises avec une propriété managériale. Le résultat de l'association de la variable relative à la propriété managériale montre que ladite variable a un impact positif sur la structure du capital, ce qui soutient la théorie de financement hiérarchique.

L'augmentation de propriété managériale conduit à une augmentation du ratio d'endettement afin de maximiser la valeur de l'entreprise. Si la propriété managériale est confiée à des personnes professionnellement expérimentées, qui sont responsables de la maximisation de la valeur de l'entreprise, ils utiliseront plus de dettes pour augmenter la valeur de l'entreprise, car le coût de la dette est le coût du capital le moins cher en raison du bouclier fiscal.

Selon les interviewées : *« l'actionnaire-dirigeant cherche à conserver le contrôle et le pouvoir de décision et cherche à éviter, souvent, la dilution du capital, dû à l'ouverture du capital par l'émission d'actions nouvelles, puisqu'elle entraîne l'actionnaire-dirigeant à perdre une partie de son autonomie et du contrôle de la firme »*.

Un autre interviewé affirme que le lien positif entre la présence des salariés actionnaires et la structure du capital est dû aux faits que : *« ... la présence des dirigeants actionnaires réduit la possibilité pour le manager d'agir de manière négative et préjudiciable aux intérêts des actionnaires et le recours à l'endettement est un mécanisme de contrôle et de discipline efficaces peut conduire à une bonne gouvernance d'entreprise »*.

Globalement, les responsables interviewés ont confirmé que cette pratique incite les salariés dirigeants et améliore leurs efforts managériaux, ce qui impacte positivement la performance financière réalisée par leurs structures. Ceci renforcera la confiance des autres parties prenantes de l'entreprise ; qui sont directement concernées par ce mécanisme interne de gouvernance ; vis-à-vis de cette dernière, car une participation des salariés dirigeants au capital de l'entreprise

est généralement un indicateur de la force du conseil d'administration ou de surveillance et d'un processus de prise de décision adéquat.

Ces résultats semblent indiquer que le contrôle par la dette s'exerce pour les niveaux élevés de détention du capital par les salariés dirigeants (Kim & Sorensen, 1986). En particulier, l'une des principales préoccupations de tout dirigeant est de conserver ou d'accroître son contrôle, car il lui donne une certaine latitude pour prendre des décisions ou accéder à ses avantages privés. Parallèlement, l'endettement est un moyen de limiter la dilution des actions. Harris et Raviv (1988) affirment qu'une augmentation de la dette aide les dirigeants à renforcer leur contrôle et à résister aux prises de contrôle. En outre, avec une dette élevée, les dirigeants disposent de plus de liquidités pour réaliser des investissements sous-optimaux dans leur propre intérêt.

Les résultats de cette étude appuient fortement notre proposition centrale selon laquelle l'actionnariat des dirigeants est un déterminant important de la structure du capital des entreprises cotées. Cette preuve prolonge les conclusions de Berger et *al.* (1997) selon lesquelles l'actionnariat des dirigeants joue un rôle dans la détermination du levier financier des entreprises.

3.1.3.4 Propriété institutionnelle et structure du capital

La présente étude démontre que les participations institutionnelles ont une forte influence sur la structure du capital des entreprises non financières cotées. Le résultat montre que la proportion de l'actionnariat institutionnel a tendance à augmenter le ratio de levier dans la structure du capital. Sun et *al.* (2016) ont expliqué qu'une tendance importante de l'actionnariat institutionnel place les votes pour l'utilisation d'un ratio plus élevé de la dette. L'hypothèse sur la relation entre l'actionnariat institutionnel et la structure du capital est acceptée.

Les explications possibles de ces relations sont les suivantes :

- Premièrement, les investisseurs institutionnels peuvent éventuellement diversifier le risque plus élevé associé à la dette, en veillant à ce que leur portefeuille soit pondéré de manière appropriée.
- Deuxièmement, les investisseurs institutionnels souhaitent obtenir le meilleur rendement à long terme et sont en mesure d'éviter les problèmes liés au court terme.
- Troisièmement, les relations positives indiquent que les investisseurs institutionnels utilisent leur niveau accru de connaissances et encouragent l'utilisation de la dette dans la structure du capital d'une entreprise.

- Une autre explication possible de cette relation peut provenir du caractère de propriété institutionnelle au Maroc. Celle-ci, étant caractérisée par une présence importante de l'Etat autant qu'actionnaire. Nous relevons, en effet, que les participations institutionnelles sont détenues pour une grande partie par les institutionnels publics sous forme d'institutions financières (CDG, MAMDA-MCMA, CAM) ou de caisses de retraite (CMR, RCAR, CIMR). Il s'avère que la présence de l'Etat-actionnaire encourage les entreprises à s'endetter davantage dues à la présence étatique qui offre une bonne garantie aux bailleurs de fonds.

Ces constats ont été confirmés par les responsables interviewés qui ont déclaré que :

« Je pense que le pouvoir financier détenu par ces investisseurs joue un rôle important dans le contrôle de gestion des sociétés et dans la surveillance, ce qui encourage les banques à leur octroyer des crédits bancaires. » ;

« Le contexte marocain est réputé par la participation des organismes étatiques dans le capital des sociétés cotées, cette participation, pour les banques, est considérée comme une sorte de garantie, et pour l'entreprise comme une sorte d'encouragement, ce qui peut expliquer le recours à l'endettement par ces entreprises. » ;

« ... les investisseurs institutionnels se soucient des possibilités de croissance de l'entreprise et de sa valeur à long terme, alors ils pousseraient l'entreprise à augmenter la proportion de la dette dans la structure du capital pour renforcer l'incitation de l'entreprise à entreprendre de futurs investissements et donc à réduire le sous-investissement potentiel. »

Donc, l'hypothèse selon laquelle les investisseurs institutionnels sont en mesure d'influencer la décision relative à la structure du capital de manière positive, par opposition à la manière négative attendue, en raison du niveau élevé de propriété est confirmée dans cette étude.

Ce résultat confirme la présence d'effets significatifs de cette catégorie d'actionnaires sur le niveau d'endettement, et il contredit, de ce fait, la thèse de passivité des investisseurs institutionnels selon laquelle ces acteurs se soucient davantage du rendement à court terme de leurs participations au détriment d'une implication active dans la gestion des entreprises de leurs portefeuilles (Porter, 1992 ; Dong et Ozkan, 2008).

Conclusion de la section

La présente section avait pour ambition d'apporter une analyse approfondie et une discussion des résultats obtenus durant l'étude quantitative, et ce à travers un rapprochement avec les réponses obtenus des entretiens menés avec les responsables financiers.

Afin de respecter la démarche d'analyse utilisée durant les deux derniers chapitres, nous avons divisé notre discussion des résultats en trois blocs, chaque bloc est relatif à un mécanisme de gouvernance d'entreprise. Ainsi, les différents résultats obtenus nous permettent de conclure que ces trois mécanismes de gouvernance, à savoir, les caractéristiques du PDG, la composition du conseil d'administration et la structure de propriété ont un impact sur la structure du capital des entreprises non financières cotées.

L'examen des résultats obtenus révèle que les ratios de levier s'accroissent lorsque le capital de l'entreprise est concentré ou lorsqu'un investisseur institutionnel détient une proportion du capital. De même, la présence des dirigeants actionnaires agit dans le sens d'une structure de capital composée de plus de dettes que de capitaux propres.

Cependant, notre examen de la structure du capital révèle aussi que la présence des investisseurs étrangers dans le capital de l'entreprise agit comme un moyen de dissuasion contre la surexposition à la dette, conduisant ainsi à des entreprises plus saines financièrement. L'analyse démontre aussi que la présence des administrateurs indépendants et des femmes au sein du conseil d'administration apporte un contrôle rigoureux de la situation financière de l'entreprise, et de cet état de choses, limite le recours à l'endettement afin d'éviter les risques liés à ce type de financement.

Enfin, l'analyse des résultats liés à l'âge et à la durée de mandat du PDG, deux caractéristiques de l'enracinement du PDG, explique que les dirigeants enracinés font des efforts pour éviter le recours excessif aux dettes. L'examen de l'évolution des niveaux d'endettement dévoile que les ratios de levier s'accroissent lorsque des mesures sont prises pour réduire l'enracinement.

Conclusion du quatrième chapitre

L'objectif de ce chapitre était d'identifier les éventuelles corrélations pouvant exister entre les mécanismes internes de gouvernance et la structure du capital des sociétés marocaines cotées, et ce sur la base du cadre conceptuel et la logique hypothético-déductive ancrée dans le paradigme positiviste.

Nous avons réparti ce chapitre en trois sections. Une première section relative à l'analyse univariée. Puis une deuxième section dans laquelle nous avons présenté les résultats de l'analyse bivariée et multivariée et enfin, une dernière section qui avait pour ambition de présenter une discussion générale des résultats obtenus.

En premier lieu, la première section avait pour vocation d'éclaircir la composition de notre échantillon de recherche (51 entreprises non financières cotées en bourse des valeurs de Casablanca) via les statistiques descriptives. L'analyse univariée se prétend un moyen pertinent pour offrir une représentation objective des caractéristiques de notre échantillon, et ce en fonction des différentes variables retenues dans notre étude.

Dans le même sillage, cette analyse descriptive a été complétée par une analyse des observations aberrantes, une phase indispensable avant de procéder à la régression des données de panel. Afin de réduire le risque de valeurs aberrantes, les données sont *winsorisées* au niveau de 1%.

En deuxième lieu, une analyse bivariée est appliquée à notre échantillon de 51 entreprises, il s'agit de la matrice de corrélation de Pearson qui nous a permis de nous assurer de l'absence des trois conditions préalables au recours à une multivariée. Celles-ci portant sur l'absence de multi-colinéarité bivariée entre les variables dépendantes à l'aide de VIF et l'hypothèse de normalité des variables. Par la suite nous avons opté pour une analyse deux par deux des différentes variables de l'étude.

La deuxième section du présent chapitre était consacrée à l'analyse multivariée de la nature des relations afférentes entre les variables des mécanismes de gouvernance et la structure du capital, tout en prenant en compte l'effet des variables de contrôle. La structure du capital est mesurée principalement par le ratio d'endettement total qui est divisé en deux sous-ratios. Notre étude empirique s'est caractérisée par trois modèles avec trois indicateurs distincts pour mesurer la structure du capital d'une entreprise : le ratio d'endettement total, le ratio d'endettement à court terme et le ratio d'endettement à long terme.

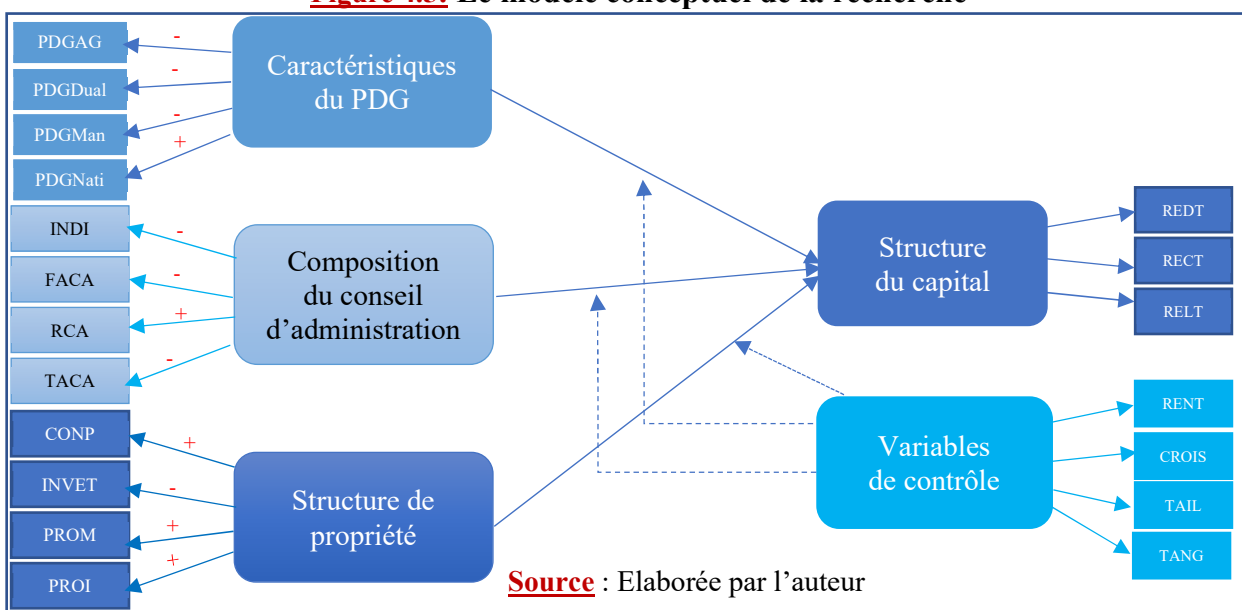
Dans le but de vérifier nos hypothèses de recherche, nous avons mis en place trois modèles économétriques par mécanisme de gouvernance. Pour l'analyse économétrique, nous avons opté pour les données de panel qui prennent en compte et contrôlent l'hétérogénéité des individus ainsi elles combinent à la fois des séries chronologiques et des données transversales. Avant d'aborder la régression linéaire, deux conditions sur les résidus sont vérifiées, à savoir, la normalité (les tests Skewness et Kurtosis) et l'homoscédasticité (le test Lagrange de Breush) des résidus. Afin de spécifier la nature de l'effet pour pouvoir choisir, par la suite, l'approche statistique adéquate à mettre en œuvre, nous avons fait appel au test de Hausman.

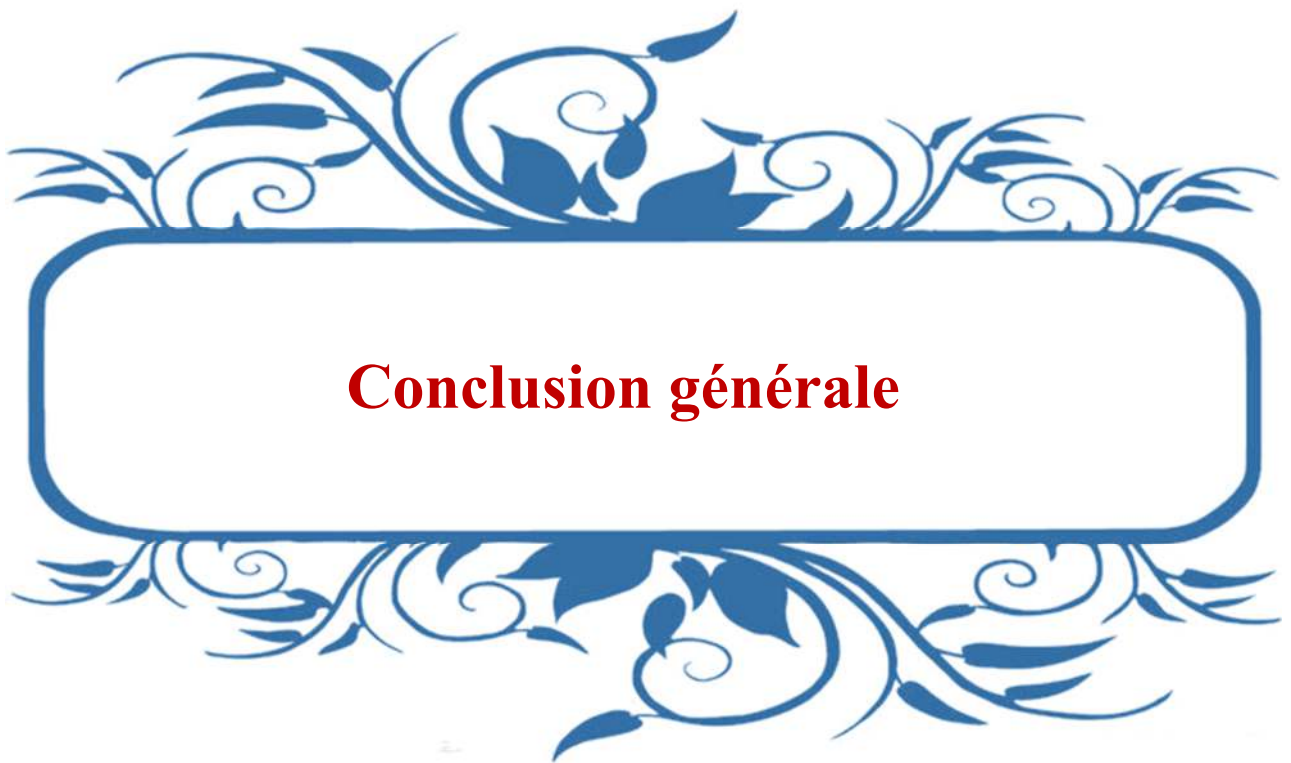
Les études relatives à la gouvernance d'entreprise sont sujettes à des biais d'endogénéité. Ainsi, les résultats issus de la modélisation linéaire peuvent être biaisés à cause du problème d'endogénéité des variables. Dans ce contexte, et afin de contrôler ce problème, nous avons fait recours à la modélisation dynamique via la méthode des moments généralisée (GMM). Nous avons ajouté une variable appelée *instrumentale* retardée d'un an des autres variables explicatives. Les résultats obtenus présentent certaines divergences par rapport à la modélisation linéaire (MCO/EF/EA).

Enfin, dans la dernière section de ce quatrième chapitre, nous avons ambitionné de présenter une analyse des résultats obtenus dans l'approche qualitative, cette dernière a été menée par la voie des entretiens semi-directifs, effectués avec des responsables des entreprises de notre échantillon, afin d'approfondir les discussions des résultats tirés de l'étude quantitative.

Nous présentons dans la figure suivante notre modèle conceptuel de la recherche basé sur les résultats obtenus de la modélisation économétrique des données de panel.

Figure 4.5: Le modèle conceptuel de la recherche





Au travers de cette recherche, nous avons tenté d'étudier l'effet des mécanismes de gouvernance et les caractéristiques du PDG sur la structure du capital des entreprises cotées dans le contexte marocain. En effet, les débats sur la mise en place des pratiques de la bonne gouvernance restent encore vifs et de grande envergure dans le monde. Ce qui explique la publication de plusieurs rapports sur les bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise.

Au Maroc, et afin de disposer d'un référentiel solide, la CNGE avait rédigé quatre (4) codes de bonnes pratiques. Par ailleurs, et dans le but d'asseoir des institutions compétentes en la matière, l'IMA a vu le jour en 2009 en escomptant contribuer à la formation des membres de conseil d'administration d'entreprises tant privées que publiques.

En effet, l'intérêt accordé aux pratiques de gouvernance, dans le monde entier et au Maroc en particulier, a conduit plusieurs chercheurs à tester la relation entre ces pratiques et la structure du capital. Au regard de cette importance accordée à ce thème, nous avons essayé dans ce travail de recherche de participer au débat, de contribuer à l'étude de l'intérêt du renforcement de la gouvernance d'entreprise et de porter quelques éléments d'éclaircissements sur la relation entre les mécanismes de gouvernance, les caractéristiques du PDG et la structure du capital.

Dans cette perspective, l'objectif de cette recherche a été de réexaminer le débat en introduisant de nouvelles dimensions, telles que l'âge du PDG, la nationalité du PDG, le pourcentage d'administrateurs féminins, le nombre de réunions du conseil d'administration, la participation aux réunions du conseil et l'actionnariat managérial.

Des recherches précédentes indiquent qu'il n'existe pas de pourcentage idéal de dettes ou de capitaux propres auquel les entreprises devraient prétendre. Une entreprise a la possibilité de choisir parmi de nombreuses structures de capital possibles. L'objectif principal des entreprises est de minimiser le coût de leur capital afin de maximiser la valeur de leur entreprise, et par conséquent, la richesse des actionnaires. Dans ce sens, la question centrale de cette thèse doctorale s'articule comme suit :

« Dans quelle mesure les mécanismes de gouvernance impactent-ils la structure du capital des sociétés marocaines cotées ? »

L'intérêt porté à cette problématique de recherche a été motivé par deux principaux arguments : le premier concerne l'originalité de la problématique de recherche. En effet, à notre connaissance, aucun travail de recherche ne s'est intéressé à l'étude d'un éventuel impact entre les mécanismes de gouvernance d'entreprises, les caractéristiques du PDG et la structure du capital des sociétés cotées au Maroc. Le deuxième argument est relatif à une remise en cause de l'adoption d'une vision disciplinaire et comportementale de gouvernance pour appréhender l'optimisation de la structure du capital.

Pour répondre à notre question de recherche, nous avons effectué une revue de la littérature et des différentes études théoriques et empiriques qui se sont intéressées à cette problématique, afin de développer nos hypothèses de recherche qui ont été testées sur un échantillon de 51 entreprises marocaines cotées à la bourse de valeurs de Casablanca sur une période de huit ans (2012-2019).

Afin de tester la validité de notre cadre conceptuel de recherche, nous avons adopté une méthode de recherche mixte, ayant un design complémentaire à vocation explicative. Cette dernière s'inscrit dans le cadre d'une posture épistémologique positive et s'inspire des travaux de Thiétart et coll (2003), qui se réfère au positivisme aménagé ou au post-positivisme.

Dans ce sens, nous avons mobilisé une première méthode quantitative qui vise à tester empiriquement nos hypothèses de recherche à travers une régression linéaire multiple et une modélisation dynamique pour contrôler l'endogénéité des variables, avant de passer à une étude qualitative complémentaire qui vise à enrichir davantage les interprétations et les discussions des résultats obtenus dans la première sous partie empirique. Cette deuxième sous partie empirique correspond à des entretiens semi-directifs qui ont été menés avec des responsables financiers ou des chargés de communication et de gouvernance des entreprises de notre échantillon.

Les différentes techniques de modélisation utilisées dans cette étude peuvent conduire à des différences dans les résultats qui dépendent du choix du modèle estimé, ce qui nous conduit à avoir, des fois, des résultats contradictoires. De plus, l'utilisation de trois définitions du ratio d'endettement rend difficile la comparaison des résultats de l'étude par rapport aux études précédentes.

Notre contribution consiste à fournir une approche holistique dans l'étude de la problématique de la structure du capital dans le contexte marocain. Premièrement, l'utilisation de la modélisation linéaire et dynamique permet aux résultats de l'étude d'être comparables aux

études antérieures dans le domaine de gouvernance d'entreprise et la structure du capital, ainsi que l'utilisation de la modélisation dynamique permet d'incorporer un décalage d'un an qui permet de considérer que les changements des variables de gouvernance d'entreprise pourraient avoir un impact différé sur la structure du capital d'une société. Deuxièmement, l'utilisation de variables indépendantes précédemment étudiées, combinées à des variables indépendantes supplémentaires, nous a permis d'examiner l'impact des caractéristiques du PDG, du conseil d'administration et de la structure de propriété sur la structure du capital des entreprises marocaines.

Il est évident que la méthode MCO est largement utilisée dans les recherches antérieures dans ce domaine, c'est pourquoi, nous avons appliqué cette méthode pour permettre la comparaison des résultats antérieurs aux résultats identifiés dans cette étude. En outre, afin de surmonter le problème d'endogénéité dans les modèles, qui se produisent lorsqu'une des variables indépendantes a une relation avec le terme d'erreur, nous avons utilisé le test de Durbin-Wu-Hausman ; ce test nous a permis d'identifier les variables endogènes dans nos modèles. Par conséquent, les résultats rapportés par la MCO sont incohérents. À cet égard, une deuxième étape de modélisation est appliquée, à savoir la modélisation dynamique par la méthode GMM. L'utilisation d'une modélisation dynamique en plus de la modélisation linéaire permet d'intégrer la question de l'endogénéité.

1. Les principaux résultats

Lors de l'application de la modélisation linéaire, nous avons identifié un manque de résultats significatifs cohérents. Par conséquent, seuls les résultats de la modélisation dynamique ont été comparés aux hypothèses prédites dans la discussion des résultats.

Les résultats de la recherche fournissent plusieurs relations entre les variables indépendantes et les variables dépendantes :

- Les niveaux d'endettement à long terme diminuent au fur et à mesure que la durée du mandat du PDG augmente. L'hypothèse que plus le PDG est en poste, plus il cherchera à éviter le contrôle supplémentaire des actionnaires, qui se produit avec la prise de participation préférant contracter une dette plutôt qu'une participation, est corroborée dans le contexte marocain. L'implication de ce résultat pour les entreprises est de revoir la durée du mandat des PDG afin de garantir la transparence et de s'assurer qu'ils remplissent les objectifs de leur fonction.

- Il est évident que les PDG font preuve d'une différence dans les niveaux de risque entre les ceux d'endettement à court et à long terme. Les implications sur la vision à long terme de la structure du capital sont que les entreprises auront une composition différente de la dette lorsqu'elles sont dirigées par des jeunes PDG.
- La relation négative constante entre la taille du conseil d'administration et toutes les formes d'endettement nous permet de conclure qu'il s'agit d'une variable clé dans la décision relative à la structure du capital. La présence d'un grand nombre d'administrateurs dans le conseil d'administration permet d'avoir un contrôle rigoureux et d'adopter une politique d'endettement réduite pour accroître la valeur de l'entreprise.
- La relation entre le nombre d'administrateurs indépendants et les niveaux d'endettement indique que la dette totale, la dette à court terme et la dette à long terme diminuent lorsque le nombre de ces administrateurs augmente. Les entreprises doivent garder à l'esprit que plus le nombre d'administrateurs indépendants augmente, plus le niveau de discussion augmente, ce qui provoque un éventail diversifié d'opinions et pourrait être contre-productif.
- La relation positive identifiée pour la dette totale et à long terme, ainsi que la fréquence des réunions du conseil d'administration soulignent une différence par rapport aux études antérieures. L'implication de ce résultat est qu'une situation financière délicate d'une entreprise, en raison de niveaux élevés d'endettement, peut entraîner une augmentation du nombre de réunions.
- L'augmentation de la propriété managériale conduit à une augmentation des ratios d'endettement afin de maximiser la valeur de l'entreprise. Si la propriété managériale est confiée à des personnes professionnellement expérimentées, qui sont responsables de la maximisation de la valeur de l'entreprise, ils utiliseront plus de dettes pour augmenter la valeur de l'entreprise, car le coût de la dette est le coût du capital le moins cher en raison du bouclier fiscal.
- Un accroissement du niveau d'endettement des entreprises avec une forte concentration du capital expliquée par le familisme qui caractérise les sociétés marocaines cotées en bourse. Les résultats démontrent que les firmes sous le contrôle d'un actionnaire majoritaire font preuve d'une bonne gestion des risques financiers liés à un excès d'endettement.
- Les investisseurs institutionnels et étrangers ont généralement une grande expérience qui leur offre la capacité de s'engager dans des financements par endettement, ce qui explique leurs relations positives avec la structure du capital.

De façon générale, les résultats de la présente recherche montrent que la structure du capital, mesurée par trois ratios d'endettement (Total, long terme et court terme) est sensible aux systèmes de gouvernance d'entreprise mis en place par cette dernière. Et que le contexte marocain présente des spécificités prouvant la divergence de nos résultats par rapport à d'autres contextes, tel que le contexte anglo-saxon.

2. Apports de la recherche

La réflexion que nous avons menée tout au long de ce travail a débouché sur quelques implications d'ordre théorique, managérial et méthodologique. Nous tenons à rappeler que le constat du manque de recherches en la matière, surtout quand il s'agit du contexte marocain, nous a donné l'ambition d'aborder ce sujet dans le cadre de notre travail de recherche et notre conviction de l'intérêt qu'il puisse présenter ultérieurement par le biais des contributions suivantes :

- Premièrement, cette recherche a été menée dans le but de réduire le déficit de connaissances sur la gouvernance des entreprises dans les pays en voie de développement, et plus particulièrement au Maroc. Elle constitue une contribution à la littérature théorique et empirique relative à la relation entre les mécanismes de gouvernance, les caractéristiques du dirigeant et la performance financière des PME familiales.
- Deuxièmement, nous contribuons à la théorie de l'agence en fournissant des preuves supplémentaires que le coût d'agence joue un rôle important dans les décisions de structure du capital et de gouvernance d'entreprise liées à la politique financière (Granado-Peiro et Lopez-Gracia, 2017). Plus précisément, les dirigeants peuvent utiliser le financement par la dette comme un mécanisme de gouvernance utile en diminuant le conflit d'intérêts entre l'agent et le principal (Jensen, 1986). En d'autres termes, la dette peut servir comme mécanisme de substitution pour atténuer les coûts d'agence du cash-flow libre dont disposent les managers (Jensen, 1986 ; Al-Najjar et Hussainey, 2011). Les problèmes d'agence sont ainsi moins graves et n'ont qu'une faible influence sur les décisions relatives à la structure du capital. Ceci est principalement dû au fait que les grands actionnaires gèrent ces systèmes de contrôle interne et sont responsables du soutien des décisions de gestion opérationnelle et stratégique des entreprises en plus de leur engagement dans une politique de financement efficace.

- Troisièmement, le modèle que nous avons développé tout au long de cette thèse adopte un cadre multi-théorique, ce qui nous a permis d'avoir une analyse plus fine de l'impact respectif des différents mécanismes de gouvernance sur la structure du capital. La combinaison de plusieurs théories (théorie d'agence, intendance, parties prenantes et cohérence comportementale) a donné une solidité à sa trame conceptuelle, ce qui lui a permis de résister aux épreuves empiriques. Cette renaissance d'approche, ainsi que de positionnement théorique, nous a permis d'aboutir à des conclusions qui pouvant, notamment, guider les futures réflexions.

Sur le plan méthodologique, cette recherche n'est pas consacrée seulement à la présentation des résultats mobilisés par les travaux empiriques antérieurs, mais, aussi, de s'interroger sur les vrais déterminants de la gouvernance qui impacte la structure du capital des entreprises cotées dans le contexte marocain.

En outre, notre contribution réside dans la combinaison de plusieurs mécanismes de gouvernance, alors que de nombreuses études se sont concentrées uniquement sur les caractéristiques du conseil d'administration ou à la structure de propriété, peu d'études ont couvert la combinaison des deux (Feng *et al.*, 2020). Notre étude prend en compte les influences de la composition du conseil d'administration, de la structure de propriété et encore plus des caractéristiques du PDG sur la structure du capital pour avoir une perception plus large des deux concepts clés de notre recherche.

Les résultats des quelques études qui ont couvert la relation entre la gouvernance d'entreprise et la structure du capital sont incohérents du fait de l'utilisation d'une seule méthode d'estimation. Le recours à la méthodologie des données en panel dynamique dans notre travail de recherche constitue la principale contribution de ce travail de recherche. En effet, la méthode GMM en panel dynamique permet de tenir compte de l'effet d'endogénéité constaté dans la plupart des travaux sur la gouvernance d'entreprise et que la majorité des études antérieures prennent rarement en considération.

Nous soulignons que la plupart des études ayant traité le sujet se sont basées sur les coefficients de régressions pour appréhender les liens de causalité entre la structure du capital et les mécanismes de gouvernance. À cet égard, l'apport méthodologique de notre étude réside dans le fait que nous avons adopté une méthode de recherche mixte, ayant un design complémentaire à vocation explicative pour approfondir l'analyse des résultats de l'étude multivariée.

Cette étude met en évidence l'influence possible des mécanismes de gouvernance d'entreprise sur les décisions relatives à la structure du capital dans le contexte marocain. Sur le plan empirique, le principal apport managérial de ce travail de recherche est d'identifier les facteurs clés qui influencent la structure du capital des entreprises cotées dans le contexte marocain. Il peut servir les entreprises qui sont soucieuses d'améliorer leurs mécanismes internes de gouvernance, dans l'objectif de les aligner avec les meilleurs standards et pratiques internationales régissant ce même concept. Elle peut aider aussi les utilisateurs de l'information financière à évaluer l'influence de ces facteurs pour affiner les décisions relatives à la structure du capital.

Nos résultats suggèrent également qu'il est nécessaire de soutenir les décideurs gouvernementaux et les régulateurs au Maroc pour s'assurer que les entreprises appliquent des mécanismes de gouvernance d'entreprise efficaces. Cette application devrait être adaptée à l'environnement marocain tout en intégrant les avantages des codes internationaux de gouvernance d'entreprise. Il est probable que l'application réussie du code de gouvernance d'entreprise développera l'efficacité, l'efficacé et la gouvernance du marché boursier et des décisions des entreprises en améliorant les cadres réglementaires et d'application. De manière corollaire, les conclusions de ce type de travaux pourraient présenter un intérêt fort intéressant pour les dirigeants des entreprises marocaines cotées.

Du point de vue de l'amélioration de la gouvernance d'entreprise, cette étude revêt une importance pratique pour la prise de décision relative à la structure du capital des entreprises. D'une part, l'analyse nous a permis de relever des évidences indiquant que la structure du capital des entreprises ayant un PDG enraciné et/ou le capital est détenu par des investisseurs institutionnels ou étrangers est composée d'une grande fourchette de dette que de capitaux propres. D'autre part, l'indépendance du conseil et son impact négatif sur la structure du capital soulèvent l'importance de la présence de ce type d'administrateurs au sein des conseils d'administration. En ce qui concerne la structure de propriété, ce document prouve que plus le degré de concentration du capital est élevé, plus l'information sera transmise aux investisseurs, ce qui indique que les grands actionnaires de l'entreprise peuvent remplir leur rôle de supervision, permettant ainsi à la société d'obtenir davantage de financement par emprunt.

3. Limites et voies futures de recherche :

Malgré la rigueur du choix méthodologique et l'importance des différents apports à la fois théoriques, empiriques et managériaux. Ce travail de recherche a identifié, comme tout travail scientifique ; un certain nombre de limites qui peuvent être présentées selon leur dimension théorique ou méthodologique.

Sur le plan théorique, la limite majeure liée à ce travail de recherche réside dans la construction de notre modèle conceptuel. En effet, notre modèle néglige un ensemble de variables qui sont liées aux mécanismes de gouvernance (comité d'audit et la présence des BIG4) ou aux caractéristiques du dirigeant telles que la confiance, la formation et la rémunération du PDG. Ces différentes variables peuvent avoir un impact direct ou indirect sur la structure du capital.

Dans la même veine, la compétence des administrateurs indépendants n'a pas été prise en compte dans cette étude, tout comme d'autres aspects plus qualitatifs relatifs notamment aux réseaux et aux relations informelles entre les administrateurs, et qui ont sans doute une incidence sur l'efficacité du conseil d'administration. Le recours à ces mesures dépasse, toutefois, le cadre de cette recherche, et ce en raison de l'investissement qu'aurait nécessité leur collecte en l'absence d'une base de données toute prête en la matière. Ces aspects méritent, néanmoins, d'être étudiés ultérieurement. En outre, les indicateurs utilisés pour mesurer la structure du capital, tirés de la revue de littérature, sont limités aux ratios d'endettement sans différenciation entre le type de ces derniers (obligations ou prêts).

Force est de constater, par ailleurs, que l'utilisation de données secondaires a limité les données de l'étude. Compte tenu de l'éventuelle manipulation financière des données comptables et des différentes méthodes comptables utilisées par les sociétés de l'échantillon, il aurait été nécessaire d'apporter des ajustements aux états comptables. Ces derniers, visant à normaliser les pratiques comptables, auraient pu produire des éléments différents dans les états financiers et donner lieu à des conclusions différentes. Cependant, par manque d'informations adéquates, ces chiffres comptables ont été pris tels qu'ils sont dans les rapports financiers.

Une autre limite de l'étude est que, les entreprises échantillonnées étant issues d'une population hétérogène d'entreprises opérantes dans différents secteurs de l'économie, une méthode d'échantillonnage stratifiée aurait pu être utilisée pour sélectionner un nombre significatif d'entreprises dans chaque sous-secteur afin d'éviter la sur ou sous-représentation de certains sous-secteurs.

Sur le plan méthodologique, notre travail de recherche soulève d'autres limites concernant les techniques d'analyse des données. La modélisation linéaire et dynamique fondée sur des procédures de régressions multiples permet de tester des modèles à relations de causalités univoques, ce qui néglige les modèles récursifs. Autrement dit, il ne permet pas de tester, dans le modèle global, la relation inverse, c'est-à-dire l'impact de la structure du capital sur les mécanismes de gouvernance.

À l'issue des limites évoquées, notre travail de recherche ouvre la voie à des nouveaux développements pour des recherches futures. En effet, sur le plan théorique, notre travail de recherche peut être complété par le développement du cadre conceptuel, à travers l'enrichissement des mécanismes de gouvernance par rapport aux caractéristiques des PME marocaines.

De plus, malgré le choix exhaustif des variables intégrées dans notre modélisation économétrique, nous pensons que les recherches futures pourraient intégrer d'autres variables qui représentent d'autres mécanismes internes de gouvernance.

Il nous semble utile à ce que les recherches futures tentent à repousser les limites de la théorie de l'agence et de l'intendance en continuant à explorer d'autres résultats ; notamment, ceux évalués par rapport à des objectifs non économiques. De plus, la volonté de préserver et de poursuivre le contrôle est considérée comme une caractéristique essentielle des entreprises marocaines. L'utilité issue de ces objectifs non économiques est appelée richesse socio-émotionnelle. En effet, cette dernière étend le modèle de l'agence comportementale et suggère que les points de référence non financiers, plutôt que des références financières, sont utilisés dans les processus de prise de décisions dans les entreprises familiales (Schulze et Kellermanns, 2015).

Enfin, la présente étude considère l'impact de la gouvernance d'entreprise sur la structure du capital, selon la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976), la dette peut atténuer les problèmes d'agence, dans une certaine mesure ; ce qui indique que la structure du capital peut également affecter la gouvernance d'entreprise, ouvrant l'horizon à des recherches futures.

Liste des annexes

Annexe 1 : Guide d'entretien.....	P310
Annexe 2 : Représentation graphique des observations extrêmes des variables des modèles....	P311
Annexe 3 : Statistiques descriptives.....	P312
Annexe 4 : Matrices des corrélations.....	P313
Annexe 5 : Test des facteurs d'inflation de la variance (VIF) et normalité.....	P314
Annexe 6 : Test Lagrange de Breush-Pagan d'hétéroscédasticité.....	P315
Annexe 7 : Résultats des tests de régression linéaire et tests de spécifications.....	P316
Annexe 8 : Résultats des tests de régression dynamique.....	P319

Annexe 1 : Guide d'entretien

Questions d'identification

Raison sociale :

Nom, prénom et âge de l'interviewé

Poste occupé

Axe 1 : Les caractéristiques du PDG

- D'après vous, pourquoi les PDG plus ils avancent en âge plus ils deviennent réticents à l'endettement ?
- À votre avis, pourquoi le niveau d'endettement des entreprises, avec dualité des fonctions du DG, recourt-ils moins à l'endettement ?
- Pourquoi les entreprises dirigées par des PDG marocains ont une structure du capital composée de grande partie de dette que leurs homologues étrangères ?
- D'après vous, pourquoi les dirigeants occupant le poste de PDG pendant une longue durée préfèrent-ils le recours au financement par capitaux propres au lieu de la dette ?

Axe 2 : La composition du conseil d'administration

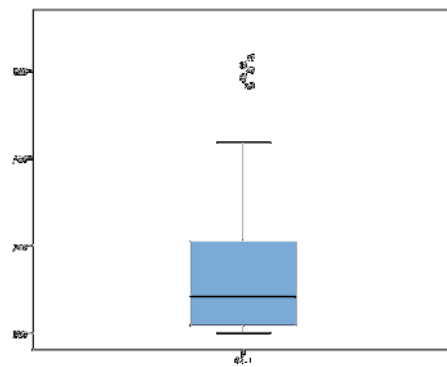
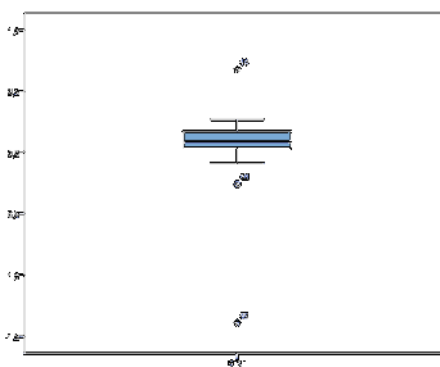
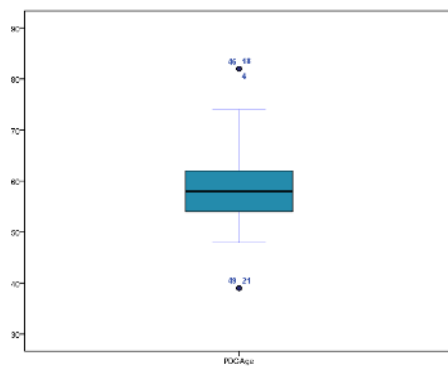
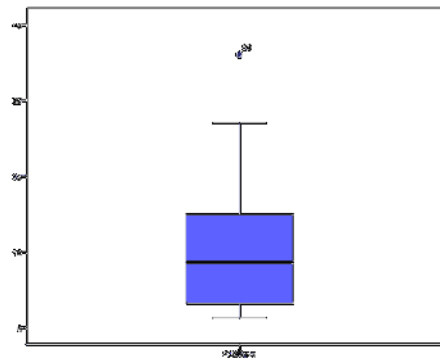
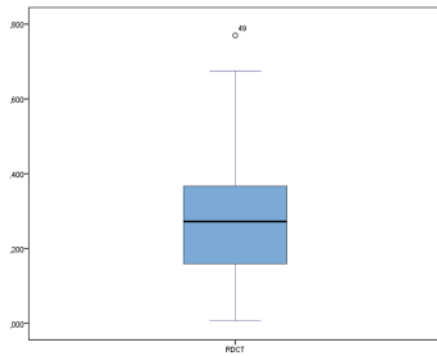
- Comment jugez-vous le niveau de l'endettement réduit chez les entreprises ayant plus d'administrateurs indépendants ?
- Pourquoi, d'après vous, la présence de la femme au sein du conseil d'administration impacte-t-elle négativement la structure du capital de l'entreprise ?
- D'après-vous, pourquoi les entreprises ayant un niveau d'endettement élevé effectuent-elles plus de réunions de conseil d'administration ?
- À votre avis, pourquoi la présence d'un nombre élevé d'administrateurs, siégeant au conseil d'administration, impacte-t-elle négativement la structure du capital de l'entreprise ?

Axe 3 : La structure de la propriété

- Selon vous, pourquoi la structure du capital des entreprises à forte concentration de la propriété est-elle composée de plus de capitaux propres que de dettes ?
- Comment qualifiez-vous l'impact positif de l'actionnariat managérial sur la structure du capital de l'entreprise ?
- À votre avis, pourquoi les entreprises dotées d'une forte présence d'investisseurs étrangers recourent-elles plus à l'endettement ?
- Pourquoi, d'après vous, la présence des investisseurs institutionnels dans le capital de l'entreprise impacte-t-elle positivement le niveau d'endettement ?

Conclusion et remerciements.

Annexe 2 : Représentation graphique des observations extrêmes des variables des modèles



Annexe 3 : Statistiques descriptives

```
. summarize PDGAge PDGNati PDGDual PDGMand FACA TACA INDI RCA CONP INVET FROM PROI RENT CROIS  
TAIL TANG REDT RECT RELT
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
PDGAge	408	58.92	12	39	82
PDGNati	408	0.83	0.11	0	1
PDGDual	408	0.51	0.1	0	1
PDGMand	408	10.2	3.6	1.25	36
FACA	408	0.23	0.09	0	0.18
TACA	408	8.2	2.7	3	15
INDI	408	0.07	0.08	0	3
RCA	408	3.01	1.66	2	7
CONP	408	0.5	0.07	0.267	0.99
INVET	408	0.05	0.03	0	0.52
FROM	408	0.19	0.02	0	0.81
PROI	408	0.28	0.04	0	0.82
RENT	408	0.07	0.06	-1.39	0.67
CROIS	408	0.02	0.02	-0.19	0.36
TAIL	408	6.68	2.26	3.55	10.29
TANG	408	0.25	0.08	0	0.73
REDT	408	0.41	0.11	0.01	0.95
RECT	408	0.28	0.17	0.01	0.77
RELT	408	0.14	0.08	0	0.61

Annexe 4 : Matrices des corrélations

```
. pwcorr PDGAge PDGNati PDGDual PDGMand RENT CROIS TAIL TANG REDT,
(408 obs)
```

	PDGAge	PDGNati	PDGDual	PDGMand	RENT	CROIS	TAIL	TANG	REDT
PDGAge	1.000								
PDGNati	-0.095	1.000							
PDGDual	0.103	0.126	1.000						
PDGMand	0.222	0.068	0.274	1.000					
RENT	-0.127	-0.088	-0.029	0.060	1.000				
CROIS	-0.158	0.040	-0.120	-0.021	0.244	1.000			
TAIL	0.005	-0.032	0.055	0.066	0.134	0.181	1.000		
TANG	-0.104	0.049	-0.144	-0.035	-0.138	0.207	-0.385	1.000	
REDT	-0.270	0.028	-0.017	0.023	-0.181	0.009	0.135	0.190	1.000

```
. pwcorr FCA TACA INDI RCA RENT CROIS TAIL TANG REDT
(408 obs)
```

	FCA	TACA	INDI	RCA	RENT	CROIS	TAIL	TANG	REDT
FACA	1.000								
TACA	0.079	1.000							
INDI	0.121	-0.103	1.000						
RCA	-0.076	0.227	0.105	1.000					
RENT	0.064	0.149	0.061	0.328	1.000				
CROIS	-0.163	0.216	0.069	0.056	0.245	1.000			
TAIL	0.124	0.057	0.185	0.104	0.134	0.181	1.000		
TANG	-0.119	0.202	-0.133	0.019	-0.137	0.206	-0.385	1.000	
REDT	-0.113	0.566	-.129*	-0.158	-0.181	0.009	0.135	0.190	1.000

```
. pwcorr CONP INVET FROM PROI RENT CROIS TAIL TANG REDT
(408 obs)
```

	CONP	INVET	PROM	PROI	RENT	CROIS	TAIL	TANG	REDT
CONP	1.000								
INVET	-0.128	1.000							
PROM	0.223	0.209	1.000						
PROI	-0.022	0.452	-0.228	1.000					
RENT	-0.121	0.547	-0.128	0.443	1.000				
CROIS	0.383	0.088	-0.107	0.182	0.245	1.000			
TAIL	-0.237	0.284	0.533	0.492	0.134	0.181	1.000		
TANG	-0.322	-0.637	0.221	0.153	-0.137	0.206	-0.385	1.000	
REDT	0.438	0.117	-0.263	-0.263	-0.181	0.009	0.135	0.190	1.000

Annexe 5 : Test des facteurs d'inflation de la variance (VIF) et normalité

. estat vif

Variable	VIF	1/VIF
PDGAge	1.06	0.943396
PDGNati	1.04	0.961538
PDGDual	1.13	0.884956
PDGMand	1.14	0.877193
TAIL	1.17	0.854701
TANG	1.18	0.847458
RENT	1.02	0.980392
CROIS	1.02	0.980392
MEAN VIF	1.09	

. estat vif

Variable	VIF	1/VIF
FCA	1.13	0.884956
TACA	1.29	0.775194
INDI	1.04	0.961538
RCA	1.04	0.961538
RENT	1.18	0.847458
CROIS	1.19	0.840336
TAIL	1.02	0.980392
TANG	1.03	0.970874
MEAN VIF	1.11	

. estat vif

Variable	VIF	1/VIF
CONF	1.13	0.884956
INVET	1.15	0.869565
FROM	1.03	0.970874
PROI	1.06	0.943396
RENT	1.17	0.854701
CROIS	1.18	0.847458
TAIL	1.01	0.990099
TANG	1.02	0.976563
MEAN VIF	1.09	

Skewness/Kurtosis tests for Normality

Variable	Obs	Pr(Skewness)	Pr(Kurtosis)	joint	
				adj chi2(2)	Prob>chi2
FCA	408	0.1341	0.2104	4.77	0.2933
TACA	408	-0.802	0.2932	3.88	0.0928
INDI	408	1.9430	1.0722	5.41	0.2235
RCA	408	0.326	1.9317	0.22	0.8221
PDGDUAL	408	4.0273	2.0263	15.81	0.0007
PDGNATI	408	2.129	1.9662	10.22	0.0003
PDGMAND	408	0.832	1.0221	3.28	0.1022
PDGAGE	408	0.944	0.0228	6.27	0.6989
COFR	408	0.188	0.0299	2.94	0.6231
INVET	408	-0.411	1.6627	3.72	0.6627
FROM	408	1.009	0.2271	6.42	0.0622
PROI	408	-0.802	-0.0121	3.83	0.9211
RENT	408	1.100	-0.2100	0.54	0.2239
TANG	408	1.0220	1.7299	4.42	0.7921
TAIL	408	-0.802	0.4834	2.50	0.2922
CROIS	408	1.3411	1.6410	0.33	0.6166
RENT	408	0.0656	0.1190	5.06	0.2138
RELI	408	1.4921	0.9329	6.29	0.0922
RECT	408	-0.802	-1.9201	2.84	0.3986

sktest residualM1

Skewness/Kurtosis tests for Normality

Variable	Obs	Pr(Skewness)	Pr(Kurtosis)	joint	
				adj chi2(2)	Prob>chi2
residualM1	408	0.4790	0.6289	0.63	0.6882

sktest residualM3

Skewness/Kurtosis tests for Normality

Variable	Obs	Pr(Skewness)	Pr(Kurtosis)	joint	
				adj chi2(2)	Prob>chi2
residualM1	408	1.2993	0.7273	0.84	0.1200

sktest residualM2

Skewness/Kurtosis tests for Normality

Variable	Obs	Pr(Skewness)	Pr(Kurtosis)	joint	
				adj chi2(2)	Prob>chi2
residualM1	408	1.2751	1.0670	0.77	0.1129

Annexe 6 : Test Lagrange de Breush-Pagan d'hétéroscédasticité

```
. estat hettest
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
Ho: Constant variance
Variables: fitted values of REDT

chi2(1)      =    133.37
Prob > chi2  =    0.000

. estat hettest
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
Ho: Constant variance
Variables: fitted values of REDT

chi2(1)      =    109.88
Prob > chi2  =    0.000
```

```
. estat hettest
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
Ho: Constant variance
Variables: fitted values of REDT

chi2(1)      =    173.38
Prob > chi2  =    0.000
```

Annexe 7 : Résultats des tests de régression linéaire et tests de spécifications

```
. use "C:\Users\fouad\Documents\carac_PDG.dta"
. do "C:\Users\fouad\AppData\Local\Temp\STD526c_000000.tmp"
//TEST MCO MODEL 1/
. regress REDT PDGAge PDGDual PDGMand PDGNati CROIS RENT TAIL
> TANG vce (robust)
```

```
Number of obs = 408
F(8, 50) = 2.46
Prob > chi2 = 0.0009
R-squared = 0.3748
Root MSE = .15273
```

	Coef.	Std. Err.	t	P> z	[95% Conf. Interval]
PDGAge	.0028	.583222	1.82	0.002	.0132063 5.0029036
PDGDual	.0535	.3329382	0.54	0.203	1.0644075 .200851
PDGMand	-.0032	1.003421	-1.31	0.552	-.1241565 .0663006
PDGNati	.0751	.655389	0.92	0.000	1.0015392 1.0101016
CROIS	.2939	.882600	1.23	0.048	.3826004 .0121170
RENT	-.1109	.123209	-1.66	0.002	-.1590426 2.8857414
TAIL	-.0176	1.107138	-1.24	0.023	-.053379 .0094149
TANG	.1589	.369872	0.63	0.044	.1815589 .3838324
_cons	.2564	.003880	3.63	0.001	.4703218 1.38852

```
. use "C:\Users\fouad\Documents\carac_PDG.dta"
. do "C:\Users\fouad\AppData\Local\Temp\STD826c_000000.tmp"
//TEST MCO MODEL 1.1/
. regress RECT PDGAge PDGDual PDGMand PDGNati CROIS RENT TAIL
> TANG vce (robust)
```

```
Number of obs = 408
F(8, 50) = 3.20
Prob > chi2 = 0.0009
R-squared = 0.4142
Root MSE = .16097
```

	Coef.	Std. Err.	t	P> z	[95% Conf. Interval]
PDGAge	.0025	.583743	1.09	0.077	1.0284883 4.0378490
PDGDual	.0473	.332948	0.49	0.247	1.8304334 1.038842
PDGMand	-.0029	1.003655	-1.82	0.601	-.1993743 .1377482
PDGNati	-.0664	.655493	-1.23	0.085	-1.0340022 2.0380063
CROIS	.2597	.882662	1.52	0.024	1.0284342 1.0390572
RENT	-.0980	.123462	-2.25	0.332	-.2998255 1.3784703
TAIL	.0156	1.107738	0.42	0.000	.0038762 .0038373
TANG	-.1404	.369589	-0.87	0.062	-1.0012763 1.4763832
_cons	.2266	.003880	2.09	0.000	.5200274 1.7734642

```
. use "C:\Users\fouad\Documents\carac_PDG.dta"
. do "C:\Users\fouad\AppData\Local\Temp\STD778c_000000.tmp"
//TEST MCO MODEL 1.2/
. regress RELT PDGAge PDGDual PDGMand PDGNati CROIS RENT TAIL
> TANG vce (robust)
```

```
Number of obs = 408
F(8, 50) = 3.44
Prob > chi2 = 0.0007
R-squared = 0.4038
Root MSE = .29981
```

	Coef.	Std. Err.	t	P> z	[95% Conf. Interval]
PDGAge	.0024	.545347	2.87	0.069	.0540422 -.0383042
PDGDual	.0457	.333404	0.33	0.299	-.0567003 .0517848
PDGMand	-.0028	1.003641	-0.12	0.584	-1.0456434 1.0280838
PDGNati	.0642	.655562	0.15	0.005	1.237933 -1.2884738
CROIS	.2513	.882743	1.65	0.028	1.0055634 1.0038827
RENT	-.0949	.123849	-0.57	0.343	-1.0345704 -1.0883023
TAIL	-.0150	1.107721	-1.66	0.000	-.1442310 .1737282
TANG	.1359	.369601	1.65	0.021	1.1760632 -1.1278820
_cons	.219	.003822	1.80	0.000	.5342406 -.5444566

```
. use "C:\Users\fouad\Documents\COMP_CA.dta"
. do "C:\Users\fouad\AppData\Local\Temp\STD393c_000000.tmp"
//TEST MCO MODEL 2/
. regress REDT FACA TACA INDI RCA CROIS RENT TAIL TANG
> TANG vce (robust)
```

```
Number of obs = 408
F(8, 50) = 11.26
Prob > chi2 = 0.0005
R-squared = 0.6499
Root MSE = .18837
```

	Coef.	Std. Err.	t	P> z	[95% Conf. Interval]
FACA	-.0063	.002343	-0.28	0.288	-.0037727 1.1288062
TACA	-.0229	.378832	-0.10	0.004	-.0028402 .0208371
INDI	-.0938	.003884	-0.35	0.000	-.0034002 .0037871
RCA	-.0432	.399472	-0.65	0.008	.0063782 .0770046
CROIS	.0373	.009229	1.35	0.000	.0019530 1.5634949
RENT	-.0366	.773920	-1.36	0.000	-.0037737 -.1904753
TAIL	.0733	.000239	1.10	0.082	.0099031 .7993000
TANG	.0045	1.002837	1.26	0.056	1.0059923 .3225372
_cons	.3232	.003827	3.77	0.000	.4990135 1.255526

```
. use "C:\Users\fouad\Documents\COMP_CA.dta"
. do "C:\Users\fouad\AppData\Local\Temp\STD790c_000000.tmp"
//TEST MCO MODEL 2.1/
. regress RECT FACA TACA INDI RCA CROIS RENT TAIL TANG
> TANG vce (robust)
```

```
Number of obs = 408
F(8, 50) = 15.45
Prob > chi2 = 0.0000
R-squared = 0.6244
Root MSE = .10927
```

	Coef.	Std. Err.	t	P> z	[95% Conf. Interval]
FACA	.0162	.001737	1.01	0.276	.0088372 1.1820065
TACA	.1226	.287738	1.74	0.002	.0028400 .0238738
INDI	-.0029	.002383	-1.21	0.050	-.0039483 .0038809
RCA	.0033	.492032	2.04	0.032	.0065646 .0600037
CROIS	.02821	.008829	1.03	0.046	.0015606 1.5603965
RENT	-.2522	.628932	-1.61	0.000	-.0035362 -.2094021
TAIL	.1919	.001332	0.55	0.037	.0090821 .8038281
TANG	.0992	1.222326	2.60	0.022	1.0050293 .3325223
_cons	.8322	.019921	2.09	0.000	.5002119 1.256635

```
. use "C:\Users\fouad\Documents\COMP_CA.dta"
. do "C:\Users\fouad\AppData\Local\Temp\STD728c_000000.tmp"
//TEST MCO MODEL 2.2/
. regress RELT FACA TACA INDI RCA CROIS RENT TAIL TANG vce (robust)
```

```
Number of obs = 408
F(8, 50) = 14.76
Prob > chi2 = 0.0003
R-squared = 0.5922
Root MSE = .11281
```

	Coef.	Std. Err.	t	P> z	[95% Conf. Interval]
FACA	-.0055	1.001828	-0.29	0.206	-1.0083393 1.0937211
TACA	-.0331	.282929	-0.11	0.000	-.0027746 -.0238027
INDI	-.0855	.002996	-0.48	0.002	-.0040078 -1.0180092
RCA	-.0321	.478992	-0.51	0.309	-.0067662 .0698381
CROIS	.0229	1.007667	1.35	0.035	.0020382 1.6787020
RENT	-.09491	.610032	-0.57	0.000	-.0036607 -.2877012
TAIL	-.1022	.002231	-1.61	0.046	-.0089921 -.8212015
TANG	.0072	1.219893	1.32	0.006	1.0059672 .3223298
_cons	.3209	.019921	4.34	0.000	.5006628 1.326632

```
. use "C:\Users\fouad\Documents\CON_PRO.dta"
.do "C:\Users\fouad\AppData\Local\Temp\STD982c_000000.tap"
//TEST MCO MODEL 3/
. regress REDT COMP INVET PROM RPOI CROIS RENT TAIL
> TANG vce (robust)
```

```
Number of obs = 408
F(8, 50) = 30.02
Prob > chi2 = 0.0007
R-squared = 0.4271
Root MSE = .28371
```

	Coef.	Std. Err.	t	P> z	[95% Conf. Interval]
COMP	.0157	.003929	1.02	0.049	-.0022837 3.0477211
INVET	-.0021	.037723	-0.44	0.000	-.0074854 -.0380023
PROM	-.0043	.083478	-1.29	0.033	-.0029889 -1.3103823
PROI	.0010	.478992	2.08	0.050	.0009308 2.8027303
CROIS	.0121	.001291	1.03	0.066	.0020994 .7830294
RENT	-.2218	.021322	-1.58	0.402	-.0007720 -.1754553
TAIL	.1110	.022314	0.73	0.000	.0054525 -2.0073628
TANG	.0294	.001778	2.62	0.000	.0047611 .3662712
_cons	.8203	.009392	3.63	0.000	.9800382 1.3728101

```
. use "C:\Users\fouad\Documents\CON_PRO.dta"
.do "C:\Users\fouad\AppData\Local\Temp\STD991c_000000.tap"
//TEST MCO MODEL 3.1/
. regress RECT COMP INVET PROM RPOI CROIS RENT TAIL TANG vce (robust)
```

```
Number of obs = 408
F(8, 50) = 26.19
Prob > chi2 = 0.0004
R-squared = 0.4929
Root MSE = .38812
```

	Coef.	Std. Err.	t	P> z	[95% Conf. Interval]
COMP	.0162	.003929	1.01	0.033	.0037728 4.0873473
INVET	.1226	.037723	1.74	0.209	.0062600 -.0367014
PROM	-.0029	.083478	-1.21	0.000	-.0028291 -1.3421377
PROI	.0033	.478992	2.04	0.150	.0011950 1.2400942
CROIS	.0282	.001291	1.03	0.046	-.0029385 .7460493
RENT	-.2522	.021322	-1.61	0.411	-.0007605 -.1878734
TAIL	.1919	.022314	0.55	0.000	.0056562 -2.0065061
TANG	.0992	.001778	2.60	0.000	.0042036 .4111421
_cons	.8322	.009392	2.09	0.000	1.0908221 1.3000213

```
. use "C:\Users\fouad\Documents\CON_PRO.dta"
.do "C:\Users\fouad\AppData\Local\Temp\STD1077c_000000.tap"
//TEST MCO MODEL 3.2/
. regress RELT COMP INVET PROM RPOI CROIS RENT TAIL TANG TANG vce (robust)
```

```
Number of obs = 408
F(8, 50) = 24.36
Prob > chi2 = 0.0004
R-squared = 0.4700
Root MSE = .36521
```

	Coef.	Std. Err.	t	P> z	[95% Conf. Interval]
COMP	.0533	.004434	2.38	0.472	.0047073 3.0937022
INVET	-.0029	.038383	-0.44	0.006	-.0122162 -.0452082
PROM	-.0051	.066356	-0.24	0.034	-.0029503 .0093720
PROI	.0045	.472636	2.08	0.027	.0010883 -1.1220827
CROIS	.02711	.002212	1.05	0.009	.0037205 .9910901
RENT	-.2299	.026858	-1.66	0.025	-.0013803 .1002826
TAIL	-.1700	.029394	-0.54	0.227	-.0044261 3.0088909
TANG	.0882	.002330	2.67	0.000	.0031208 .47238210
_cons	.8117	.009554	2.80	0.000	1.1299703 1.37887423

```
//TEST d'Hausman MODELE 1.1//
. quietly xtreg RECT PDGAge PDGDual PDGMand PDGNati CROIS RENT TAIL
> TANG, fe
. estimates store fe
. quietly xtreg RECT PDGAge PDGDual PDGMand PDGNati CROIS RENT TAIL
> TANG, re
. estimates store re
. hausman fe re, sigmamore
```

```
Test: Ho: difference in coefficients not systematic
chi2(8) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
        = 28.64
Prob>chi2 = 0.0067
```

```
//TEST d'Hausman MODEL 2.1//
. quietly xtreg RECT FACA TACA INDI RCA CROIS RENT TAIL
> TANG, fe
. estimates store fe
. quietly xtreg RECT FACA TACA INDI RCA CROIS RENT TAIL
> TANG, re
. estimates store re
. hausman fe re, sigmamore
```

```
Test: Ho: difference in coefficients not systematic
chi2(8) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
        = 17.65
Prob>chi2 = 0.0097
```

```
//TEST d'Hausman MODEL 3//
. quietly xtreg REDT CONP INVET PROM RPOI CROIS RENT TAIL
> TANG, fe
. estimates store fe
. quietly xtreg REDT CONP INVET PROM RPOI CROIS RENT TAIL
> TANG, re
. estimates store re
. hausman fe re, sigmamore
```

```
Test: Ho: difference in coefficients not systematic
chi2(8) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
        = 43.51
Prob>chi2 = 0.0052
```

```
//TEST d'Hausman MODEL 2.2//
. quietly xtreg RELT CONP INVET PROM RPOI CROIS RENT TAIL
> TANG, fe
. estimates store fe
. quietly xtreg RELT CONP INVET PROM RPOI CROIS RENT TAIL
> TANG, re
. estimates store re
. hausman fe re, sigmamore
```

```
Test: Ho: difference in coefficients not systematic
chi2(8) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
        = 12.31
Prob>chi2 = 0.0000
```

```
//TEST d'Hausman MODELE 1//
. quietly xtreg REDT PDGAge PDGDual PDGMand PDGNati CROIS RENT TAIL
> TANG, fe
. estimates store fe
. quietly xtreg REDT PDGAge PDGDual PDGMand PDGNati CROIS RENT TAIL
> TANG, re
. estimates store re
. hausman fe re, sigmamore
```

```
Test: Ho: difference in coefficients not systematic
chi2(8) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
        = 45.04
Prob>chi2 = 0.0008
```

```
//TEST d'Hausman MODEL 2.2//
. quietly xtreg RELT FACA TACA INDI RCA CROIS RENT TAIL
> TANG, fe
. estimates store fe
. quietly xtreg RELT FACA TACA INDI RCA CROIS RENT TAIL
> TANG, re
. estimates store re
. hausman fe re, sigmamore
```

```
Test: Ho: difference in coefficients not systematic
chi2(8) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
        = 19.06
Prob>chi2 = 0.4802
```

```
//TEST d'Hausman MODEL 2.1//
. quietly xtreg RECT CONP INVET PROM RPOI CROIS RENT TAIL
> TANG, fe
. estimates store fe
. quietly xtreg RECT CONP INVET PROM RPOI CROIS RENT TAIL
> TANG, re
. estimates store re
. hausman fe re, sigmamore
```

```
Test: Ho: difference in coefficients not systematic
chi2(8) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
        = 48.04
Prob>chi2 = 0.0537
```

Annexe 8 : Résultats des tests de régression dynamique

```
. xtabond REDT L.REDT PDGAge PDGDual PDGMand PDGNati CROIS RENT TAIL, gmm (REDT,
> lag (1 1) collapse) noconstant
Dynamic panel-data estimation, one-step system GMM
Arellano-Bond dynamic panel-data estimation      Number of obs   =   408
Group variable: id                             Number of groups =    8
Time variable: t                               Obs per group:  min =    3
Wald chi2(9) = 1826.52                          avg   =  15.03
Prob > chi2 = 0.000                             max   =  11
```

	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
REDT					
LI.	.0131093	.583743	3.27	0.000	.0216594 .0129699
PDGAge	-.0043448	.332948	-0.02	0.007	-.0005747 .0000428
PDGDual	-.000266	1.003655	-0.02	0.002	-.0050298 .0022499
PDGMand	-.0013899	.655493	-1.22	0.032	-.0063354 .0283631
PDGNati	-.0110139	.882662	-0.27	0.000	-.0228772 .0014871
CROIS	.0106951	.123462	1.03	0.000	.0413079 .0262669
RENT	-.0075205	1.107738	-1.02	0.000	-.2771464 .1599823
TAIL	-.058582	.369589	-1.22	0.002	-.0051619 .031438
TANG	.0389281	.003880	2.02	0.000	.6978655 -.1643671

Instruments for first differences equation
 GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
 Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -3.49 Pr > z = 0.000
 Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.17 Pr > z = 0.872

```
. xtabond RECT L.RECT PDGAge PDGDual PDGMand PDGNati CROIS RENT TAIL, gmm (REDT,
> lag (1 1) collapse) noconstant
Dynamic panel-data estimation, one-step system GMM
Arellano-Bond dynamic panel-data estimation      Number of obs   =   408
Group variable: id                             Number of groups =    8
Time variable: t                               Obs per group:  min =    3
Wald chi2(9) = 1736.22                          avg   =  15.03
Prob > chi2 = 0.003                             max   =  11
```

	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
RECT					
LI.	.01170363	.176748	3.04	0.000	.3860766 1.078916
PDGAge	.00353750	.2735472	0.03	0.003	1.478957 4066715
PDGDual	.04372740	.0172473	3.32	0.004	.0440431 0235652
PDGMand	-.0029004	.0296992	-1.29	0.000	-.1345589 -.0181402
PDGNati	-.0468022	.0441833	-0.23	0.000	-.2239806 -.0507853
CROIS	.05553884	.0613674	1.02	0.000	.3027928 -.0622369
RENT	.09285972	.0753669	-2.03	0.002	-.3791186 .083686
TAIL	.01990430	.0119167	0.22	0.033	.0076448 .0543576
TANG	.0161808	.3796965	-1.00	0.047	-.6978655 -.1643671

Instruments for first differences equation
 GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
 Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.65 Pr > z = 0.000
 Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.21 Pr > z = 0.735

```
. xtabond RELT L.RELT PDGAge PDGDual PDGMand PDGNati CROIS RENT TAIL, gmm (REDT,
> lag (1 1) collapse) noconstant
Dynamic panel-data estimation, one-step system GMM
Arellano-Bond dynamic panel-data estimation      Number of obs   =   408
Group variable: id                             Number of groups =    8
Time variable: t                               Obs per group:  min =    3
Wald chi2(9) = 1539.90                          avg   =  15.03
Prob > chi2 = 0.000                             max   =  11
```

	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
RELT					
LI.	.0311002	.0306348	2.19	0.002	.1716139 .0716567
PDGAge	-.0123549	.032896	-0.11	0.000	-.0838929 -.0708407
PDGDual	-.051812	.0533276	-0.04	0.004	-.073461 .0813882
PDGMand	-.0028300	.3796965	-0.26	0.000	-.0636539 2.613043
PDGNati	-.0513763	.202772	-0.28	0.000	-2.447284 .0507853
CROIS	.0536003	.0188291	1.13	0.000	.1821742 .0620879
RENT	-.0921026	.0202287	-0.01	0.003	-.1582378 -.0292879
TAIL	-.017407	.0330911	-1.62	0.143	-.0335025 .2425428
TANG	.0376455	.3411340	0.11	0.007	2.123368 3.610051

Instruments for first differences equation
 GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
 Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -4.1 Pr > z = 0.000
 Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.19 Pr > z = 0.993

```
. xtabond REDT L.RELT FACA TACA INDI RCA CROIS RENT TAIL, gmm (REDT, lag (1 1) col
> lapse) noconstant
Dynamic panel-data estimation, one-step system GMM
Arellano-Bond dynamic panel-data estimation      Number of obs   =   408
Group variable: id                             Number of groups =    8
Time variable: t                               Obs per group:  min =    4
Wald chi2(9) = 3883.22                          avg   =  7.50
Prob > chi2 = 0.000                             max   =    8
```

	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
REDT					
LI.	0.6654	.0711626	3.16	0.000	.2922856 .0178991
FACA	-0.0001	.0334659	-3.12	0.004	-.111738 .0010120
TACA	-0.0767	.0461714	-0.05	0.001	-1.073461 .0525910
INDI	-0.0172	.0543904	-2.66	0.000	-.2922856 .609281
RCA	0.0018	.0108732	0.77	0.644	1.0715819 .0375191
CROIS	0.0277	.1647185	1.02	0.003	.1065725 .0519261
RENT	-0.0276	.1739484	-2.04	0.004	-.2094545 .032021
TAIL	0.0011	.057054	3.45	0.007	.933997 .2561563
TANG	0.0089	.1321214	1.34	0.000	1.006876 2.628110

Instruments for first differences equation
 GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
 Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -4.42 Pr > z = 0.000
 Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.19 Pr > z = 0.825

```
. xtabond RELT L.RELT FACA TACA INDI RCA CROIS RENT TAIL, gmm (REDT, lag (1 1) col
> lapse) noconstant
Dynamic panel-data estimation, one-step system GMM
Arellano-Bond dynamic panel-data estimation      Number of obs   =   408
Group variable: id                             Number of groups =    8
Time variable: t                               Obs per group:  min =    4
Wald chi2(9) = 2816.69                          avg   =  7.50
Prob > chi2 = 0.004                             max   =    8
```

	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
RELT					
LI.	.0792404	.0210482	2.99	0.000	.4222051 .5047125
FACA	-.1032027	.0005722	-1.44	0.466	.001271 .0035141
TACA	-.0534921	.0070519	-0.66	0.000	.0758939 .1035368
INDI	.236088	.0082311	2.42	0.003	.1116474 .1439129
RCA	-.0273292	.0095836	-0.89	0.066	.1538722 .1914391
CROIS	.0331024	.0110264	1.28	0.000	.1873054 .2305282
RENT	-.1032741	.0123783	-1.52	0.003	.2360586 .2845808
TAIL	.0801562	.1325899	2.87	0.027	3.138212 3.657955
TANG	.1195007	.0056507	3.04	0.000	1.023029 2.021280

Instruments for first differences equation
 GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
 Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.31 Pr > z = 0.000
 Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.25 Pr > z = 0.871

```
. xtabond RECT L.RELT FACA TACA INDI RCA CROIS RENT TAIL, gmm (REDT, lag (1 1) col
> lapse) noconstant
Dynamic panel-data estimation, one-step system GMM
Arellano-Bond dynamic panel-data estimation      Number of obs   =   408
Group variable: id                             Number of groups =    8
Time variable: t                               Obs per group:  min =    4
Wald chi2(9) = 3867.51                          avg   =  7.50
Prob > chi2 = 0.000                             max   =    8
```

	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
RECT					
LI.	.6654003	.0212769	3.16	0.000	.4311368 .5145407
FACA	-.0032930	.0005751	-3.12	0.009	-.0012145 .003469
TACA	-.0699562	.0070883	-0.05	0.000	-.0765261 -.1043117
INDI	-.1121672	.0082844	-2.66	0.003	-.1106438 .1431181
RCA	.038309	.009655	0.77	0.065	.1516004 .1894473
CROIS	.0315218	.0111112	1.02	0.050	.1838362 .2273912
RENT	-.0333988	.0124694	-2.04	0.003	-.2323286 .2812079
TAIL	.0042108	.1340032	3.45	0.034	3.077163 2.602446
TANG	.0010167	.0057702	1.34	0.071	1.023029 2.021280

Instruments for first differences equation
 GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
 Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -4.22 Pr > z = 0.000
 Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.41 Pr > z = 0.871

```
. xtabond REDT L.REDT COMP INVET FROM PROI CROIS RENT TAIL, gsm (REDT, lag (1 1) col
> lapse) noconstant
Dynamic panel-data estimation, one-step system GMM
Arellano-Bond dynamic panel-data estimation      Number of obs   =   408
Group variable: id                             Number of groups =    8
Time variable: t                               Obs per group:  min =    4
                                                avg   =   9.16
                                                max   =    8
Wald chi2(9) = 3883.22
Prob > chi2 = 0.000
```

(Std. Err. adjusted for clustering on id)						
REDT	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
REDT						
LI	.340866	.0517969	3.16	0.000	.4222051	5047125
COMP	.0157029	.9422313	-3.12	0.050	.001271	.0035141
INVET	-.0021088	1.147055	-0.05	0.064	.0758939	.1035368
FROM	-.004322	.0765426	-2.66	0.000	.1116474	.1439129
PROI	.0010826	.0488082	0.77	0.031	.1538722	.1914391
CROIS	.0121925	.5236727	1.02	0.000	.1873054	.2305282
RENT	-.2218761	.1740911	-2.04	0.013	.2360586	.2845808
TAIL	.1110836	.8678817	3.45	0.000	3.138212	3.657955
TANG	.0294035	.1794637	1.34	0.002	1.023029	2.021280

Instruments for first differences equation
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
 Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -3.99 Pr > z = 0.000
 Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.21 Pr > z = 0.682

```
. xtabond RECT L.RECT COMP INVET FROM PROI CROIS RENT TAIL, gsm (REDT, lag (1 1) col
> lapse) noconstant
Dynamic panel-data estimation, one-step system GMM
Arellano-Bond dynamic panel-data estimation      Number of obs   =   408
Group variable: id                             Number of groups =    8
Time variable: t                               Obs per group:  min =    4
                                                avg   =   9.16
                                                max   =    8
Wald chi2(9) = 2773.58
Prob > chi2 = 0.000
```

(Std. Err. adjusted for clustering on id)						
RECT	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
RECT						
LI	.6654067	.4497071	3.16	0.000	.1378947	5509884
COMP	-.003243	.398761	-3.12	0.022	-.0164488	.7112820
INVET	-.0699722	1.407728	-0.05	0.035	-.0488503	.0085623
FROM	-.1121905	.4849276	-2.66	0.037	-.1730666	.0243863
PROI	.0383054	.4588297	0.77	0.035	.0083482	.6003673
CROIS	.0315476	.5028429	1.02	0.000	.0038420	.8944036
RENT	-.0333091	.4810119	-2.04	0.011	-.2769452	.0046238
TAIL	.0042174	.4600986	3.45	0.007	.8109821	6.000454
TANG	.0012894	.1794637	1.34	0.002	1.007888	1.089962

Instruments for first differences equation
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
 Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -4.12 Pr > z = 0.000
 Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.21 Pr > z = 0.564

```
. xtabond RELT L.RELT COMP INVET FROM PROI CROIS RENT TAIL, gsm (REDT, lag (1 1) col
> lapse) noconstant
Dynamic panel-data estimation, one-step system GMM
Arellano-Bond dynamic panel-data estimation      Number of obs   =   408
Group variable: id                             Number of groups =    8
Time variable: t                               Obs per group:  min =    4
                                                avg   =   9.16
                                                max   =    8
Wald chi2(9) = 2682.66
Prob > chi2 = 0.000
```

(Std. Err. adjusted for clustering on id)						
RELT	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
RELT						
LI	.343384	.4356272	2.64	0.000	.2895874	.7297847
COMP	.0533006	.3903662	2.38	0.067	5.32289	.0114618
INVET	-.0029190	1.000555	-0.44	0.022	-1.460777	.0732627
FROM	-.0051878	.4805652	-0.24	0.040	-.9362098	.1004747
PROI	.0045843	.4501131	2.08	0.037	.8253113	.0420776
CROIS	.0271055	.5013973	1.05	0.000	.3382039	.3180421
RENT	-.2299012	.4813882	-1.66	0.008	-.586544	.3623999
TAIL	.1700116	.4620077	0.54	0.035	1.175664	.148521
TANG	.0882552	.1785626	2.67	0.000	1.045062	1.089962

Instruments for first differences equation
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
 Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -4.14 Pr > z = 0.000
 Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.30 Pr > z = 0.700

Liste des tableaux

Tableau 1. 1 : Comparaison du modèle d'agence sur le conflit entre gestionnaires et actionnaires	P53
Tableau 2.1: Principaux résultats des études précédentes d'effet de l'âge sur le niveau d'endettement	P95
Tableau 2.2 : Principaux résultats des études précédentes d'effet de l'âge sur le niveau d'endettement	P99
Tableau 2.3 : Principaux résultats des études précédentes d'effet de la durée du mandat du PDG sur le niveau d'endettement	P103
Tableau 2.4: Principaux résultats des études précédentes d'effet de la nationalité du PDG sur le niveau d'endettement	P106
Tableau 2.5 : Principaux résultats des études précédentes d'effet de la diversité du genre sur le niveau d'endettement	P116
Tableau 2.6 : Taille moyenne des conseils d'administration selon le contexte de l'étude	P118
Tableau 2.7 : Principaux résultats des études précédentes d'effet de la taille du conseil d'administration sur le niveau d'endettement	P121
Tableau 2.8 : Principaux résultats des études précédentes d'effet de l'indépendance du conseil d'administration sur le niveau d'endettement	P126
Tableau 2.9 : Principaux résultats des études précédentes d'effet de la fréquence des réunions du conseil d'administration sur le niveau d'endettement	P129
Tableau 2.10 : Principaux résultats des études précédentes d'effet de la concentration de la propriété sur le niveau d'endettement	P138
Tableau 2.11 : Principaux résultats des études précédentes d'effet de la propriété institutionnelle sur le niveau d'endettement	P142
Tableau 2.12 : Principaux résultats des études précédentes d'effet de la propriété institutionnelle sur le niveau d'endettement	P146
Tableau 2.13 : Principaux résultats des études précédentes d'effet de la propriété étrangère sur le niveau d'endettement	P151
Tableau 2.14 : Corps des hypothèses.	P155
Tableau 3.1 : Synthèse des paradigmes épistémologiques de recherche	P165
Tableau 3.2: Synthèse des différentes approches de recherches en sciences de gestion	P168
Tableau 3.3 : Dispositif méthodologique du travail de recherche	P171
Tableau 3.4: Récapitulatif des mesures des variables de l'étude	P195
Tableau : 3.5 : Filtrage de l'échantillon	P205
Tableau 3.6: Répartition de l'échantillon par compartiment	P209
Tableau 3.7 : Répartition de l'échantillon par le total d'endettement	P209
Tableau 4.1 : Statistiques descriptives des variables indépendantes	P225
Tableau 4.2 : Matrice des corrélations entre les variables indépendantes relatives aux caractéristiques du PDG et l'endettement	P233

Tableau 4.3 : Test de multi-colinéarité par VIF des variables liées aux caractéristiques du PDG	P234
Tableau 4.4 : Matrice des corrélations entre les variables indépendantes relative à la composition du conseil d'administration et l'endettement	P235
Tableau 4.5 : Le test de multicollinéarité par VIF des variables liées à la composition du conseil d'administration	P236
Tableau 4.6 : Matrice des corrélations entre les variables indépendantes relatives à la structure de propriété et l'endettement	P237
Tableau 4.7 : Test de multi-colinéarité par VIF des variables liées à la structure de propriété	P238
Tableau 4.8: Résultats des tests de normalité des variables	P240
Tableau 4.9 : Mesures des variables dépendantes	P244
Tableau 4.10a: Résultats des tests de normalité des résidus	P246
Tableau 4.10b : Résultats du test Lagrange de Breush-Pagan	P247
Tableau 4.11 : Résultats du test de la modélisation MCO de l'effet des caractéristiques du PDG sur la structure du capital	P248
Tableau 4.12 : Résultats du test de la modélisation MCO de l'effet de la composition du conseil d'administration sur la structure du capital	P249
Tableau 4.13 : Résultats du test de la modélisation MCO de l'effet de la structure de propriété sur la structure du capital	P249
Tableau 4.14 : La régression linéaire multiple MCO : Qualité des modèles	P250
Tableau 4.15 : Caractéristiques du PDG : Résultats du test de Hausman	P251
Tableau 4-16 : Composition du conseil d'administration : Résultats du test de Hausman	P251
Tableau 4-17 : Structure de propriété : Résultats du test de Hausman	P252
Tableau 4-18 : Récapitulatif des résultats des tests de Hausman	P252
Tableau 4.19 : Résultats du test de la modélisation EF/EA de l'effet des caractéristiques du PDG sur la structure du capital	P253
Tableau 4.20 : Résultats du test de la modélisation EF/EA de l'effet de la composition du conseil d'administration sur la structure du capital	P253
Tableau 4.21 : Résultats du test de la modélisation MCO de l'effet de la structure de propriété sur la structure du capital	P254
Tableau 4.22 : Résultats du test DWH d'endogénéité des variables des modèles	P262
Tableau 4.23 : Résultats de la régression GMM avec décalage de 1 an, 2 ans et 3 ans de la variable indépendante	P263
Tableau 4.24 : Résultats du test de Sargan de sur-identification	P265
Tableau 4.25 : Résultats du test de la modélisation dynamique de l'effet des caractéristiques du PDG sur la structure du capital	P266
Tableau 4.26 : Résultats du test de la modélisation dynamique de l'effet de la composition du conseil d'administration sur la structure du capital	P267
Tableau 4.27 : Résultats du test de la modélisation dynamique de l'effet de la structure de propriété sur la structure du capital	P267
Tableau 4.28: Récapitulatif des résultats des relations selon les différentes techniques de modélisation	P276

Liste des figures

Figure 1 : Structure de thèse	P20
Figure 1.1 : Plan du chapitre 1	P 23
Figure 1.2 : Plan de la section 1/Chapitre 1	P25
Figure 1.3 : Synthèse des principales définitions de la gouvernance de l'entreprise	P28
Figure 1.4 : Flux du modèle extérieur	P37
Figure 1.5 : Flux du modèle de gouvernance d'entreprise par les initiés	P38
Figure 1.6 : Plan de la section 2/Chapitre 1	P41
Figure 1.7 : Illustration de la théorie d'arbitrage	P47
Figure 1.8 : Evolution du modèle de Modigliani et Miller	P50
Figure 1.9 : Formes de conflits entre les partenaires de l'entreprise	P56
Figure 1.10: Fondement théoriques de la structure du capital	P63
Figure 1.11 : Plan de la section 3/Chapitre 1	P66
Figure 1.12: Typologie des parties prenantes d'après Mitchell et al. (1997)	P69
Figure 1.13 : Modèle de la théorie de l'intendance	P71
Figure 1.14: Les principales théories disciplinaires de la gouvernance d'entreprise	P77
Figure 1.15 : Les théories comportementales de la gouvernance d'entreprise	P84
Figure 2 : Plan du chapitre 2	P90
Figure 2.1 : Plan de la section 1/Chapitre 2	P91
Figure 2.2 : Lien direct et indirect entre la culture et le financement d'entreprise	P104
Figure 2.3 : Synthèse des hypothèses relatives à l'impact des caractéristiques du PDG sur la structure du capital	P109
Figure 2.4 : Plan de la section 2/Chapitre 2	P111
Figure 2.5 : Synthèse des hypothèses relatives à la relation entre la composition du conseil d'administration et la structure du capital	P132
Figure 2.6: Plan de la section 2/Chapitre 2	P134
Figure 2.7 : Synthèse des hypothèses relatives à la relation entre la structure de propriété et la structure du capital	P153
Figure 2.8 : Cadre conceptuel de la recherche	P156
Figure 3 : Plan du chapitre 3	P159
Figure 3.1 : Plan de la section 1/chapitre 3	P160
Figure 3.2 : Modèle de la recherche par Caughlan et Brady (1995)	P166
Figure 3.3 : Approche et raisonnement de recherche retenus	P169
Figure 3.4 : Démarche méthodologique de la recherche	P171
Figure 3.4 : Récapitulatif du design de la recherche	P173
Figure 3.5 : Plan de la section 2/chapitre 3	P175
Figure 3.6 : Processus de modélisation des données de panel	P184
Figure 3.7 : Plan de la section 3/chapitre 3	P203
Figure 3.8 : Répartition des sociétés par secteur d'activité	P208
Figure 3.9 : Évolution de la séparation des fonctions du DG et PCA	P210

Figure 3.10 : Évolution du nombre d'administrateurs indépendants dans les conseils d'administration	P211
Figure 3.11 : Évolution du nombre de femmes au sein des conseils d'administration	P213
Figure 3.12 : Nombre de femmes présentent au conseil d'administration	P214
Figure 3.13 : Nombre d'administrateurs au sein des conseils d'administration	P215
Figure 3.14 : Répartition de l'échantillon selon la structure de propriété	P216
Figure 3.15 : La répartition de l'échantillon selon la propriété institutionnelle	P217
Figure 4 : Plan du chapitre 4	P222
Figure 4 : Plan de la section 1/chapitre 4	P224
Figure 4.1 : Représentation graphique des observations pour la variable RELT	P231
Figure 4.2 : Représentation graphique des observations pour la variable PDGMAND	P231
Figure 4.3 : Plan de la section 2/chapitre 4	P243
Figure 4.4 : Plan de la section 3/chapitre 4	P278
Figure 4.5: Le modèle conceptuel de la recherche	P298

Références bibliographiques

- Abdullah H., Valentine N., *Fundamental and Ethics Theories of Corporate Governance*, EuroJournals Publishing, Inc. 2009, Issue 4 ;
- Abobakr, M. G., & Elgiziry, K. (2016). The effect of board characteristics and ownership structure on the corporate financial leverage. *Accounting and Finance research*, 5(1), 1-14.
- Abor, J. (2007). Corporate governance and financing decisions of Ghanaian listed firms. *Corporate Governance: The international journal of business in society*.
- Adair, P. (2014). *Théorie du compromis versus Théorie du financement hiérarchique: une analyse sur un panel de PME non cotées* (No. hal-01667235).
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of financial economics*, 94(2), 291-309.
- Adams, R. B., & Mehran, H. (2005, August). Corporate performance, board structure and its determinants in the banking industry. In *EFA 2005 Moscow meetings*.
- Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2010). The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of economic literature*, 48(1), 58-107.
- Adel, C., Hussain, M. M., Mohamed, E. K., & Basuony, M. A. (2019). Is corporate governance relevant to the quality of corporate social responsibility disclosure in large European companies?. *International Journal of Accounting & Information Management*.
- Adom, D., Hussein, E. K., & Agyem, J. A. (2018). Theoretical and conceptual framework: Mandatory ingredients of a quality research. *International journal of scientific research*, 7(1), 438-441.
- Aguilera, R. V., Kabbach-Castro, L. R., Lee, J. H., & You, J. (2012). Corporate governance in emerging markets.
- Ahdadou, M., Aajly, A., & Tahrouch, M. (2021). *Corporate Governance In Morocco: Evolution And Challenges [La Gouvernance Des Entreprises Au Maroc: Evolution Et Defis]* (No. hal-03562815).
- Ahmad, S., & Omar, R. (2016). Basic corporate governance models: A systematic review. *International Journal of Law and Management*.
- Ahmed, I. A. (2019). Capital structure, ownership structure and corporate governance of SMEs in Ghana. *Journal of Accounting, Business and Management (JABM)*, 26(01), 45-52.
- Akbar, S., Kharabsheh, B., Poletti-Hughes, J., & Shah, S. Z. A. (2017). Board structure and corporate risk taking in the UK financial sector. *International Review of Financial Analysis*, 50, 101-110.
- AKHLAFFOU, M. (2020). Culture nationale et pratiques manageriales au sein des organisations marocaines: une enquête empirique. *Revue Economie, Gestion et Société*, 1(22).
- Akram Naseem, Muhammad, et al. "Capital Structure and Corporate Governance." *The Journal of Developing Areas*, vol. 51 no. 1, 2017, p. 33-47

- Al Maache, M. (2002). Peut-on parler d'un style de gestion marocain?. Cahiers de recherche de l'ISCAE.
- Aldamen, H., & Duncan, K. (2012). Does adopting good corporate governance impact the cost of intermediated and non-intermediated debt?. *Accounting & Finance*, 52, 49-76.
- AlHares, A. (2020). Corporate governance mechanisms and R&D intensity in OECD countries. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Ali, C. B. (2013). Qualité de la publication financière et mécanismes de gouvernance en France. *Management Avenir*, (3), 109-128.
- Allard-Poesi, F., & Maréchal, C. (1999). Construction de l'objet de la recherche. *Méthodes de recherche en management*, 3, 34-57.
- Allemand, I., & Brullebaut, B. (2014). Le capital humain des femmes récemment nommées dans les conseils d'administration des sociétés françaises cotées à Paris. *Management international/International Management/Gestión Internacional*, 18(3), 20-31.
- Al-Najjar, B., & Hussainey, K. (2011). Revisiting the capital-structure puzzle: UK evidence. *The Journal of Risk Finance*.
- Al-Najjar, B., & Taylor, P. (2008). The relationship between capital structure and ownership structure: New evidence from Jordanian panel data. *Managerial Finance*.
- Alves, Paulo & Couto, Eduardo Barbosa & Francisco, Paulo Morais, 2015. "Board of directors' composition and capital structure," *Research in International Business and Finance*, Elsevier, vol. 35(C), pages 1-32
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315-342.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The review of economic studies*, 58(2), 277-297.
- Armeanu, D. Ș., Vintilă, G., Gherghina, Ș. C., & Petrache, D. C. (2017). Approaches on correlation between board of directors and risk management in resilient economies. *Sustainability*, 9(2), 173.
- Atkinson, A. B., & Stiglitz, J. E. (1969). A new view of technological change. *The Economic Journal*, 79(315), 573-578.
- Attig, N., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Rizeanu, S. (2013). The governance role of multiple large shareholders: Evidence from the valuation of cash holdings. *Journal of Management & Governance*, 17(2), 419-451.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1-32.
- Baxter, N. D. (1967). Leverage, risk of ruin and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 22(3), 395-403.
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2005). Pay Without Performance: Overview of the Issues. *Journal of Applied Corporate Finance*, 17(4), 8-23.
- Bebchuk, L., & Fried, J. (2005). Pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation. *International company and commercial law review*, 16(11), 461.
- Ben Mohamed, E., Baccar, A., Fairchild, R. et al. Does Corporate Governance Affect Managerial Optimism? Evidence from NYSE Panel Data Firms. *Int J Euro-Mediter Stud* 5, 41-56 (2012). <https://doi.org/10.1007/s40321-012-0004-6>
- Bengt Holmström, Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective, *The Review of Economic Studies*, Volume 66, Issue 1, January 1999, Pages 169-182

- Ben-Nasr, H. (2015). Government ownership and dividend policy: evidence from newly privatised firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(5-6), 665-704.
- Bennedsen, M., & Nielsen, K. M. (2006). The principle of proportional ownership, investor protection and firm value in Western Europe. *ECGI-Finance Working Paper*, (134).
- Berger, A. N., & Humphrey, D. B. (1997). Efficiency of financial institutions: International survey and directions for future research. *European journal of operational research*, 98(2), 175-212.
- Berke-Berga, A., & Dovladbekova, I. (2019). Capital structure and corporate governance: Evidence from eastern european listed companies. *Polish Journal of Management Studies*, 20.
- Berle, A. and Means, G. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. Commerce Clearing House, New York.
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *The Quarterly journal of economics*, 118(4), 1169-1208.
- Bhabra, H. S., Liu, T., & Tirtiroglu, D. (2008). Capital structure choice in a nascent market: Evidence from listed firms in China. *Financial Management*, 37(2), 341-364.
- Bhatt, R. R., & Bhattacharya, S. (2015). Board structure and firm performance in Indian IT firms. *Journal of Advances in Management Research*.
- Boateng, A., Cai, H., Borgia, D., Bi, X. G., & Ngwu, F. N. (2017). The influence of internal corporate governance mechanisms on capital structure decisions of Chinese listed firms. *Review of Accounting and Finance*.
- Bodaghi, A.S., & Ahmadpour, A. (2010). The Effect of Corporate Governance and Ownership Structure on Capital Structure of Iranian Listed Companies.
- Bokpin, G.A. and Arko, A.C. (2009), "Ownership structure, corporate governance and capital structure decisions of firms: Empirical evidence from Ghana", *Studies in Economics and Finance*, Vol. 26 No. 4, pp. 246-256
- Bonnet, C., Seville, M., & Wirtz, P. (2017). Genèse et fonctionnement du conseil d'administration d'une firme entrepreneuriale: le rôle des identifications sociales des administrateurs. *Finance Contrôle Stratégie*, (20-3).
- Bornier, Jean Magnan de. "Propriété et Contrôle Dans La Grande Entreprise: Une Relecture de Berle et Means." *Revue Économique* 38, no. 6 (1987): 1171-90
- Boubaker, S. (2007). Ownership-control discrepancy and firm value : Evidence from France. *Multinational Finance Journal*, 11(1), 211-252.
- Boujjat, W., Assili, I., & M'Rabet, R. (2017). L'effet de la relation d'agence sur la politique de dividende: Cas des entreprises Marocaines cotées. *Finance & Finance Internationale*, 6, 1-21.
- Bourbonnais, R. (2021). *Econométrie*. Dunod.
- Bousetta, M. O. H. A. M. E. D. (2019). L'impact des mécanismes de gouvernance sur la performance des entreprises marocaines cotées. *IJBTSR International Journal of Business and Technology Studies and Research*, 1(2), 10.
- Boutros-Ghali, Y. (2002). Corporate governance practices in Egypt: The road ahead. *Economic Review*, 33(3), 2-3.
- Breusch, T. S. (1978). Testing for autocorrelation in dynamic linear models. *Australian economic papers*, 17(31), 334-355.
- Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1980). The Lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics. *The review of economic studies*, 47(1), 239-253.
- Brick, I. E., & Chidambaran, N. K. (2010). Board meetings, committee structure, and firm value. *Journal of corporate finance*, 16(4), 533-553.

- Brickley, J. A., Coles, J. L., & Jarrell, G. (1997). Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board. *Journal of corporate Finance*, 3(3), 189-220.
- Brinette, S., Khemiri, S., Benkraiem, R., & Miloudi, A. (2021). Système de gouvernance et stratégie de capital risque industriel des groupes français. *Management international/International Management/Gestión Internacional*, 25(1), 12-32.
- Brookman, J., & Thistle, P. D. (2009). CEO tenure, the risk of termination and firm value. *Journal of Corporate finance*, 15(3), 331-344.
- Brusov, P., Filatova, T., Orekhova, N., & Eskindarov, M. (2015). *Modern corporate finance, investments and taxation* (pp. 1-368). Berlin: Springer International Publishing.
- Bruslerie, H. (2018). RSE, gouvernance d'entreprise et choix d'endettement. *Revue Organisations & territoires*, 27(1), 29-42.
- Bulathsinalage S., Pathirawasam Ch. (2017). The Effect of Corporate Governance on Firms' Capital Structure of Listed Companies in Sri Lanka. *Journal of Competitiveness*, 9 (2), 19-33.
- Cadbury, S. A. (2000). The corporate governance agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 8(1), 7-15.
- Carricano, M., Pujol, F., & Bertrandias, L. (2010). *Analyse de données avec SPSS®*. Pearson Education France.
- Carter, N., Brush, C., Greene, P., Gatewood, E., & Hart, M. (2003). Women entrepreneurs who break through to equity financing: the influence of human, social and financial capital. *Venture Capital: an international journal of entrepreneurial finance*, 5(1), 1-28.
- Casta, J. F. (2009). *Théorie positive de la comptabilité*.
- Cédric van Appelghem. *Le rôle et l'efficacité du conseil d'administration selon sa sympathie à l'égard du dirigeant : le cas des firmes françaises cotées*. Gestion et management. Université Grenoble Alpes, 2015. Français
- Cernat, L. (2004). The emerging European corporate governance model: Anglo-Saxon, Continental, or still the century of diversity?. *Journal of European Public Policy*, 11(1), 147-166.
- Charreaux, G., & Desbrières, P. (1997). Le point sur le gouvernement des entreprises. *Revue Banque & Marchés*, 29, 28-34.
- CHEBBI Kaouther, DANG Rey, HOUANTI L'Hocine, « Représentation des femmes au conseil d'administration et performance sociétale de l'entreprise : existe-t-il un lien ? », *Gestion* 2000, 2018/5 (Volume 35), p. 23-43.
- Chen, C. R., & Steiner, T. L. (1999). Managerial ownership and agency conflicts: A nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy, and dividend policy. *Financial review*, 34(1), 119-136.
- Chen, J. J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business research*, 57(12), 1341-1351.
- Chen, R., Qi, C. Z., & Lin, T. W. (2011). Ownership structure and corporate governance among chinese securities firms. *International Journal of Management*, 28(3), 789.
- Chevalier-Kuszla, C., (1999), *Ethnologie et recherche comptable*, A paraître dans l'Encyclopédie de la Comptabilité, du Contrôle et de l'Audit.
- Choi, P. M. S., Choi, J. H., Chung, C. Y., & An, Y. J. (2020). Corporate governance and capital structure: evidence from sustainable institutional ownership. *Sustainability*, 12(10), 4190.
- Clarke, T. (1998). Research on corporate governance. *Corporate Governance*, 6(1), 57-66.
- Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 4(16), 386-405.

- Cole, C. D., & Schneider, R. (2020). Corporate Governance and Capital Structure: Extending Agency Theory From Executives to the Board of Directors. *Journal of Accounting and Finance*, 20(6), 108-124.
- Cornelius, P. (2005). Good corporate practices in poor corporate governance systems: Some evidence from the Global Competitiveness Report. *Corporate Governance: The international journal of business in society*.
- Coughlan P. & Brady E. (1995), Understanding performance limiting practices in product development, European operations management association, May.
- Coviello, N. E., & McAuley, A. (1999). Internationalisation and the smaller firm: a review of contemporary empirical research. *MIR: management international review*, 223-256.
- Cremers, M., & Palia, D. (2011). Tenure and CEO pay. Unpublished working paper. Yale University and Rutgers University.
- Creswell, J. W., Plano Clark, V. L., Gutmann, M. L., & Hanson, W. E. (2003). Advanced mixed methods research designs. *Handbook of mixed methods in social and behavioral research*, 209(240), 209-240.
- Cronqvist, H., Makhija, A. K., & Yonker, S. E. (2012). Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage. *Journal of Financial Economics*, 103(1), 20–40.
- Dahmani, M., & Zouari, G. (2016). The indirect impact of overconfidence on the performance of Tunisian firms through their financing structure. *Financial Risk and Management Reviews*, 2(1), 26-42.
- Daily, C. M., & Dalton, D. R. (2003). Women in the boardroom: A business imperative. *Journal of Business strategy*.
- Damodar, N. (2009). *Basic Econometrics Fifth Edition*. McGraw-Hill.
- Dang, R., & Vo, L. C. (2014). The influence of top management team characteristics on the presence of women on corporate board. *Management Avenir*, (5), 91-110.
- Dardour, A. (2009). *L'influence de la gouvernance et de la performance sur la rémunération des dirigeants: le rôle des réseaux sociaux dans les entreprises françaises cotées* (Doctoral dissertation).
- Dasilas, A., & Papasyriopoulos, N. (2015). Corporate governance, credit ratings and the capital structure of Greek SME and large listed firms. *Small Business Economics*, 45(1), 215-244.
- David A., (1999), *Logique, épistémologie et méthodologie en science de gestion*, Conférence de l'AIMS, mai, Ecole Centrale de Paris
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a Stewardship Theory of Management. *The Academy of Management Review*, 22(1), 20–47.
- de Jong, Abe & Kabir, Rezaul & Nguyen, Thuy Thu, 2008. "Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants," *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, vol. 32(9), pages 1954-1969, September.
- De La Cruz, A., A. Medina and Y. Tang (2019), "Owners of the World's Listed Companies", *OECD Capital Market Series*, Paris.
- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42, 689-709.
- Devinney, T. M., Schwalbach, J., & Williams, C. A. (2013). Corporate social responsibility and corporate governance: Comparative perspectives. *Corporate Governance: An International Review*, 21(5), 413-419.

- Djohanputro, B. (2015). The dominance of the agency model on financing decisions. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 17(2), 157-178.
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49–64.
- DRAIEF, S. (2018). structure de gouvernance et coût de la dette. *Finance & Finance Internationale*, (12).
- Egger, P., Eggert, W., & Winner, H. (2010). Saving taxes through foreign plant ownership. *Journal of International Economics*, 81(1), 99-108.
- EL BOUAZIZI, N. E. (2018). Les déterminants de l'asymétrie d'information sur les marchés financiers: Etude empirique sur les sociétés cotées à la bourse de Casablanca.
- Eldomiaty, T. I. (2007). Determinants of corporate capital structure: evidence from an emerging economy. *International Journal of Commerce and Management*.
- EL HASSANI SBAI, S, (2018), « Corporate Governance, La société anonyme marocaine : direction et contrôle », Tome II, actionnaire, audit légal, Rabat, Lexis Nexis, pp. 161.
- Ellul, A. (2008). Control Motivations and Capital Structure Decision. *SSRN Electronic Journal*.
- Etzioni, A., « A Communitarian Note on Stakeholder Theory », *Business Ethics Quarterly*, vol. 8, Issue 4, p. 679-691, 1998
- Faccio, M., Lang, L. H., & Young, L. (2001, January). Debt and corporate governance. In *Meetings of Association of Financial Economics in New Orleans*.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Farooqa, K., Shaikhb, N., Abbasic, K. H., & Banbhand, A. A. Ownership Structure and Firm's Financial Policies: A Case of Pakistan Stock Exchange.
- Fatima LAKSSOUMI. "Gouvernance d'entreprise et qualité d'informations financières : cas des sociétés marocaines cotées". Thèse de Doctorat en sciences de gestion
- Faysal, S., Salehi, M. and Moradi, M. (2020), "The impact of ownership structure on the cost of equity in emerging markets"
- Feng, Y., Hassan, A., & Elamer, A. A. (2020). Corporate governance, ownership structure and capital structure: evidence from Chinese real estate listed companies. *International Journal of Accounting & Information Management*.
- Filatotchev, I., Jackson, G., & Nakajima, C. (2013). Corporate governance and national institutions: A review and emerging research agenda. *Asia Pacific Journal of Management*, 30(4), 965-986.
- Filzmoser, P., & Hron, K. (2008). Outlier detection for compositional data using robust methods. *Mathematical Geosciences*, 40(3), 233-248.
- Finkelstein, S., & D'aveni, R. A. (1994). CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *Academy of Management journal*, 37(5), 1079-1108.
- Finkelstein, S., & Hambrick, D. C. (1990). Top-management-team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion. *Administrative science quarterly*, 484-503.
- FOGO PAWO R. (2021) « Les déterminants déficients du niveau d'endettement long terme de la PME camerounaise : une étude sur données de panel », *Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit* « Volume 5 : numéro 2» pp : 67- 88
- Fosberg, R. H. (2004). Should the CEO also be chairman of the board?. *Journal of Business & Economics Research (JBER)*, 2(7).

- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2008). Trade-off and pecking order theories of debt. *Handbook of empirical corporate finance*, 135-202.
- Galletta, A. (2013). *Mastering the semi-structured interview and beyond: From research design to analysis and publication* (Vol. 18). NYU press.
- Ganguli, S. K. (2013). *Capital structure—does ownership structure matter? Theory and Indian evidence*. *Studies in Economics and Finance*.
- Gavard-Perret, M. L., Gotteland, D., Haon, C., & Jolibert, A. (2012). *Méthodologie de la recherche en sciences de gestion. Réussir son mémoire ou sa thèse*, 2.
- Germain, L., Galy, N., & Lee, W. (2014). Corporate governance reform in Malaysia: Board size, independence and monitoring. *Journal of Economics and Business*, 75, 126-162.
- Gharbi H. (2005), *Actionnariat salarié et enracinement des dirigeants*, Thèse de Doctorat en sciences de gestion, Université Paris-Dauphine, 20 septembre
- Giddens A. (1987), *La constitution de la société, Eléments de la théorie de la structuration*, PUF.
- Glinkowska, B., & Kaczmarek, B. (2015). Classical and modern concepts of corporate governance (Stewardship Theory and Agency Theory). *Management*. 19 (2), pp. 84-92
- Granado-Peiró, N., and López-Gracia, J. (2017) *Corporate Governance and Capital Structure: A Spanish Study*. *European Management Review*, 14: 33– 45
- Greene, J. C., Caracelli, V. J., & Graham, W. F. (1989). Toward a conceptual framework for mixed-method evaluation designs. *Educational evaluation and policy analysis*, 11(3), 255-274.
- Greene, W. (2012) *Econometric Analysis*. 7th Edition, Prentice Hall, Upper Saddle River.
- Grubbs, F. E. (1969). Procedures for detecting outlying observations in samples. *Technometrics*, 11(1), 1-21.
- Gruber, M. J., & Warner, J. B. (1977). Session topic: Corporate finance-empirical tests. *Journal of Finance*, 32(2).
- Grullon G., Kanatas G., 2001. *Managerial incentives, capital structure and firm value: Evidence from dual-class stocks*, working paper Rice University, march
- Guilhot, N. (2005). *Capital financier & nouvelle philanthropie*. *revue Agone. Histoire, Politique & Sociologie*, (33), 233-251.
- "Gujarati, D.N. and Porter, D.C. (2009) *Basic Econometrics*. 5th Edition, McGraw Hill Inc., New York.
- GUL F.A. et WAH L.K. (2002), "Insider entrenchment, board leadership structure and informativeness of earnings", working paper.
- Habib, A. (2015). *Analyse des fusions acquisitions: activisme des investisseurs institutionnels et pouvoir managérial* (Doctoral dissertation, Université de Bordeaux).
- Hackbarth, D. (2008). Managerial traits and capital structure decisions. *Journal of financial and quantitative analysis*, 43(4), 843-881.
- Hakizumukama, A. (2011). *L'influence du contexte culturel et institutionnel dans le choix du style managérial dans le secteur non marchand en Afrique subsaharienne: cas des ONG internationales au Burundi*. *Actes des Congrès de l'AGRH*.
- Hamada, R. S. (1969). Portfolio analysis, market equilibrium and corporation finance. *The Journal of Finance*, 24(1), 13-31.
- Hannan, M. T., & Freeman, J. (1977). The Population Ecology of Organizations. *American Journal of Sociology*, 82(5), 929–964.
- Haque, F., Arun, T. G., & Kirkpatrick, C. (2011). Corporate governance and capital structure in developing countries: A case study of Bangladesh. *Applied Economics*, 43(6), 673-681.

- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *the Journal of Finance*, 46(1), 297-355.
- Hazami-Ammar, S., & Sammoudi, H. (2017). Biais comportementaux des dirigeants et structure du capital des PME Tunisiennes. *Vie sciences de l'entreprise*, (1), 63-96.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review*, 96-118.
- Hermassi, N., Adjaoud, F., & Aloui, C. (2017). THE IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE ON CAPITAL STRUCTURE: A NEW PERSPECTIVE. *International Journal of Business & Economics Perspectives*, 12(1).
- Hili, W., & Affes, H. (2013, May). Diversite En Genre Dans Les Conseils D'Administration Et Persistence Des Benefices Comptables: Investigation Empirique Dans Le Contexte Français. In *Comptabilité sans Frontières... The French Connection* (pp. cd-rom).
- Hillman, A.J. and Dalziel, T. (2003) Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives. *Academy of Management Review*, 28, 383-396.
- Hoang, H. (2021). Capital Structure and Firm Growth: The Case of Vietnamese Listed Firms (Doctoral dissertation, University of the West of England).
- Hofstede, G. (2001). *Culture's consequences: Comparing values, behaviors, institutions and organizations across nations*. Sage publications.
- Hollandts, X., Borodak, D., & Tichit, A. (2015). Plus autonome? L'évolution des structures de gouvernance des sociétés cotées françaises (1997-2008). *Management international/International Management/Gestión Internacional*, 19(3), 47-64.
- Holmen, M., & Högfeldt, P. (2004). A law and finance analysis of initial public offerings. *Journal of Financial Intermediation*, 13(3), 324-358.
- Hsiao, C. (2022). *Analysis of panel data*. Cambridge university press.
- Huang, B. Y., Lin, C. M., & Huang, C. M. (2011). The influences of ownership structure: Evidence from China. *The Journal of Developing Areas*, 209-227.
- Huang, W., Boateng, A., & Newman, A. (2016). Capital structure of Chinese listed SMEs: an agency theory perspective. *Small Business Economics*, 47(2), 535–550
- Hudson, L. A., & Ozanne, J. L. (1988). Alternative ways of seeking knowledge in consumer research. *Journal of consumer research*, 14(4), 508-521.
- Hunjra, A. I., Verhoeven, P., & Zureigat, Q. (2020). Capital Structure as a Mediating Factor in the Relationship between Uncertainty, CSR, Stakeholder Interest and Financial Performance. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(6), 117.
- Hussain, S., Ahmad, T., & Hassan, S. (2019). Corporate Governance and Firm performance using GMM. *International Journal of Information, Business and Management*, 11(2), 300-316.
- Ibrahim, H. A., & Zulkafli, A. H. (2018). Corporate Governance Mechanisms and Capital Structure Adjustment—A Conceptual Model. *Global Business and Management Research*, 10(3), 392.
- Ismail, F. (2006). A study of alternative capital structure theories in the Malaysian context (Doctoral dissertation, University of Nottingham).
- Jabbouri, I. (2016). Determinants of corporate dividend policy in emerging markets: Evidence from MENA stock markets. *Research in International Business and Finance*, 37, 283-298.
- Jalbert, T., Furumo, K. and Jalbert, M. (2009), “Does educational background affect CEO compensation and firm performance?”, Working paper, University of Hawaii at Hilo.

- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M. C., & Smith, C. W. (2000). Stockholder, manager, and creditor interests: Applications of agency theory. *Theory of the Firm*, 1(1).
- Jiraporn, P., Kim, J. C., Kim, Y. S., & Kitsabunnarat, P. (2012). Capital structure and corporate governance quality: Evidence from the Institutional Shareholder Services (ISS). *International Review of Economics & Finance*, 22(1), 208-221.
- JOHNSTON Judy, GUDERGAN Siegfried P, « La gouvernance des partenariats public-privé : les enseignements tirés d'un cas australien », *Revue Internationale des Sciences Administratives*, 2007/4 (Vol .73), p. 629-643.
- Judge, W. Q., Douglas, T. J., & Kutan, A. M. (2008). Institutional antecedents of corporate governance legitimacy. *Journal of Management*, 34(4), 765-785.
- Kamau, S. M., & Basweti, K. A. (2013). The relationship between corporate governance and working capital management efficiency of firms listed at the Nairobi securities exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(19), 190-199.
- Kang, M., & Ausloos, M. (2017). An inverse problem study: credit risk ratings as a determinant of corporate governance and capital structure in emerging markets: evidence from Chinese listed companies. *Economies*, 5(4), 47.
- Kangala, C., & Gérard, M. " Incidences de la déduction pour capital à risque sur la structure du capital des PME du secteur immobilier.
- Kanter, R. M. (1977). Some effects of proportions on group life. In *The gender gap in psychotherapy* (pp. 53-78). Springer, Boston, MA.
- Keay, A. (2017). An Analytical Study of Board Accountability in Transnational Codes of Corporate Governance. In *Corporate Governance Codes for the 21st Century* (pp. 117-143). Springer, Cham.
- Kebewar, M. (2012). La structure du capital et la profitabilité: Une étude empirique sur données de panel françaises.
- Kempf, A., Puetz, A., & Sonnenburg, F. (2013). The impact of duality on managerial decisions and performance: Evidence from the mutual fund industry. Available at SSRN 2135001.
- Kennedy, P. (2008). *A guide to econometrics*. John Wiley & Sons.
- Kerlinger, F. N. (1973). *Review of research in education*.
- Khan, Muhammad Yar (2016) *Corporate governance and cost of capital: evidence from Pakistani listed firms*. PhD thesis."
- Khasawneh, A. Y., & Staytiah, K. S. (2017). Impact of foreign ownership on capital structure and firm value in emerging market: case of Amman Stock Exchange listed firms. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 7(1), 35-64.
- Kim, W. S., & Sorensen, E. H. (1986). Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy. *Journal of Financial and quantitative analysis*, 21(2), 131-144.
- Krafft, J., & Ravix, J. L. (2008). Corporate governance and the governance of knowledge: rethinking the relationship in terms of corporate coherence. *Economics of Innovation and New Technology*, 17(1-2), 79-95.
- Kraft, M. E. (2017). *Environmental policy and politics*. Routledge.
- Krkoska, L. (2001). Assessing macroeconomic vulnerability in central Europe. *Post-Communist Economies*, 13(1), 41-55.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, 58(1-2), 3-27.

- Labadi, M. (2011). Protection des salariés et des actionnaires et partage de la valeur: effet de substituabilité ou de complémentarité? (Doctoral dissertation, Reims).
- Le Moigne Jean-Louis. «Épistémologies constructivistes et sciences de l'organisation» in Martinet Alain-Charles (dir.). *Épistémologie et Sciences de Gestion*. Paris : Economica, 1990, 254 pages
- Le Moigne, J. L. (2021). *Les épistémologies constructivistes*. Que sais-je.
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The journal of Finance*, 32(2), 371-387.
- Lemmon, M. L., Roberts, M. R., & Zender, J. F. (2008). Back to the beginning: persistence and the cross-section of corporate capital structure. *The journal of finance*, 63(4), 1575-1608.
- Li, T., Munir, Q., & Abd Karim, M. R. (2017). Nonlinear relationship between CEO power and capital structure: Evidence from China's listed SMEs. *International Review of Economics & Finance*, 47, 1-21.
- Lincoln, Y. S., & Guba, E. G. (1985). *Naturalistic inquiry*. sage.
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The business lawyer*, 59-77.
- Longhurst, R. (2003). Semi-structured interviews and focus groups. *Key methods in geography*, 3(2), 143-156.
- Lorca, C., Sánchez-Ballesta, J. P., & García-Meca, E. (2011). Board effectiveness and cost of debt. *Journal of business ethics*, 100(4), 613-631.
- Loulid , Adil, and Taoufik EL KHOU. 2020. “L’ Effet De La Structure De l’actionariat Sur La Performance financière Des Entreprises: Cas Des Entreprises Marocaines cotées”. *Revue Internationale Des Sciences De Gestion* 3 (3).
- M. Albouy. La politique de dividende permet-elle de discipliner les dirigeants ?. 2010. halshs00534746f
- Madani, W. E., & Khelif, W. (2010). Effets de la structure de propriété sur la performance des entreprises tunisiennes. *La Revue des Sciences de Gestion*, (3), 63-70.
- Madhani, P. M. (2017). Diverse roles of corporate board: Review of various corporate governance theories. *The IUP Journal of Corporate Governance*, 16(2), 7-28.
- Makpotche, M., & amouh, G. J. (2021). Facteurs socio-culturels et comportement d'endettement bancaire des entreprises africaines. *Revue africaine de management*, 6(2).
- Mard, Y., Maurice, Y., & Séverin, É. (2016). Maturité de la dette et structure de l'actionariat. *Finance Contrôle Stratégie*, (19-3).
- Marshall, M. N. (1996). Sampling for qualitative research. *Family practice*, 13(6), 522-526.
- Martins, L. L. (2020). Strategic diversity leadership: the role of senior leaders in delivering the diversity dividend. *Journal of Management*, 46(7), 1191-1204.
- Maurand-Valet, A. (2011). Choix méthodologiques en Sciences de Gestion: pourquoi tant de chiffres?. *Management Avenir*, (3), 289-302.
- Mbaduet, J. F., Nanfosso, R. A. T., Wamba, L. D., Sahut, J. M., & Teulon, F. (2019). Pouvoir du dirigeant, gouvernance et performance financière des entreprises: le cas camerounais. *Gestion 2000*, 36(2), 61-82.
- Mbengue, A. (2001). Posture paradigmatique et recherche en management stratégique. MARTINET AC & THIETART RA (2001) *Stratégies*. Actualité et futurs de la recherche. Fnege–Vuibert, Paris, 43-53.
- Meah, M. R. (2019). The efficiency of corporate governance on capital structure: An empirical study from listed manufacturing firms in Bangladesh. *Asian Journal of Accounting and Governance*, 11.

- Michael Jensen, William Meckling, "Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, 305-360.
- Miloud, T. (2022), "Corporate governance and the capital structure behavior: empirical evidence from France", *Managerial Finance*, Vol. 48 No. 6, pp. 853-878.
- Mirza, S.S., Jebran, K., Yan, Y. and Iqbal, A. (2017). Financing behavior of firms in tranquil and crisis period: Evidence from China. *Cogent Economics & Finance*, 5(1), p.1339770.
- Misangyi, V. F., & Acharya, A. G. (2014). Substitutes or complements? A configurational examination of corporate governance mechanisms. *Academy of Management Journal*, 57(6), 1681-1705.
- Mitchell, R. K., Agle, B. R., & Wood, D. J. (1997). Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts. *The Academy of Management Review*, 22(4), 853–886. <https://doi.org/10.2307/259247>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 53(3), 433-443.
- Morellec, E., & Smith Jr, C. W. (2007). Agency conflicts and risk management. *Review of Finance*, 11(1), 1-23.
- Mucchielli, A. (1991). *Les méthodes qualitatives*. Presses universitaires de France.
- Mundlak, Y. (1978). On the pooling of time series and cross section data. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, 69-85.
- Murphy, A., & Bertrand, M. (1986). Le développement des idées économiques en France (1750-1756). *Revue d'histoire moderne et contemporaine* (1954-), 33(4), 521-541.
- Muth, M. and Donaldson, L. (1998) Stewardship Theory and Board Structure: A Contingency Approach. *Corporate Governance: An International Review*, 6, 2-28.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5(2), 147-175.
- MYERS, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574–592.
- Nakou, Z. D., & Simen, S. F. (2021). La gouvernance, levier de la performance des entreprises publiques béninoises. *Revue Française d'Economie et de Gestion*, 2(3), 13-37.
- Nguyen, H. H., Ho, C. M., & Vo, D. H. (2019). An Empirical Test of Capital Structure Theories for the Vietnamese Listed Firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(3), 148.
- Njoku, G. C. (2017). *The impact of corporate governance on working capital management in Nigerian organizations* (Doctoral dissertation, Walden University).
- Nouiga, M. (2003). *La conduite du changement par la qualité dans un contexte socioculturel. Essai de modélisation systémique et application à l'entreprise marocaine* (Doctoral dissertation, Arts et Métiers ParisTech).
- O'reilly, M., & Parker, N. (2013). 'Unsatisfactory Saturation': a critical exploration of the notion of saturated sample sizes in qualitative research. *Qualitative research*, 13(2), 190-197.
- OUHADI, S. (2021). Les mécanismes de gouvernance de la famille et la transmission intergénérationnelle d'une PME marocaine: une étude exploratoire. *Moroccan Journal of Entrepreneurship, Innovation and Management*, 6(1), 24-44.
- Ovidiu-Niculae, B. O. R. D. E. A. N., Lucian, C. E., & Cristiana, P. O. P. (2012). A multi-theory approach of the strategic role of boards. *Studies in Business & Economics*, 7(2).
- Pandey, N., Kumar, S., Post, C., Goodell, J. W., & García-Ramos, R. (2022). Board gender diversity and firm performance: A complexity theory perspective. *Asia Pacific Journal of Management*, 1-32.

- Paquin, P. (2020). Surconfiance des dirigeants et sensibilité des investissements aux cash-flows: quel est le rôle joué par les mécanismes de gouvernance?. *Finance Contrôle Stratégie*, (NS-8).
- Pergola, T. M., & Verreault, D. A. (2009). Motivations and potential monitoring effects of large shareholders. *Corporate Governance: The international journal of business in society*.
- Perret, V., & Séville, M. (2003). Fondements épistémologiques de la recherche. *Méthodes de recherche en management*, 2, 13-33.
- Peters, G. T., & Bagshaw, K. B. (2014). Corporate governance mechanisms and financial performance of listed firms in Nigeria: A content analysis. *Global Journal of Contemporary Research in Accounting, Auditing and Business Ethics*, 1(2), 103-128.
- Pfeffer J.; salancick G.R., "The External Control of Organizations: a Resource -dependence Perspective". Harper & Row, 1978, New York.
- Pfeffer, Jeffrey and Salancik, Gerald R., *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective* (1978). University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship
- Pham, A. D., Hoang, A. T., & Le, M. T. (2021). The effect of governance characteristics on corporate performance: An empirical bayesian analysis for Vietnamese publicly listed companies. In *Data Science for Financial Econometrics* (pp. 597-612). Springer, Cham.
- Philippe, A., & Mohamed, A. (2018). The capital structure of mature French SMEs and impact of the great recession: A dynamic panel data analysis (2002-2010). *Economics, Management and Sustainability*, 3(2), 60-75. Rationnement du crédit et structure financière des PME en France: un modèle de déséquilibre (2002-2010)
- Post, C., & Byron, K. (2015). Women on boards and firm financial performance: A meta-analysis. *Academy of management Journal*, 58(5), 1546-1571.
- Prendergast, C., & Stole, L. (1996). Impetuous youngsters and jaded old-timers: Acquiring a reputation for learning. *Journal of political Economy*, 104(6), 1105-1134.
- railsford T. J., Barry O.L., Pua S .L.H., 2002. On the relation between ownership structure and capital structure, *Accounting and Finance*, 42, 1-26.
- Ramli, N. A., Latan, H., & Solovida, G. T. (2019). Determinants of capital structure and firm financial performance—A PLS-SEM approach: Evidence from Malaysia and Indonesia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 148-160.
- Rashid, A. (2018). The influence of corporate governance practices on corporate social responsibility reporting. *Social Responsibility Journal*.
- Rashid, M.M. (2020), "'Ownership structure and firm performance: the mediating role of board characteristics'", *Corporate Governance*, Vol. 20 No. 4, pp. 719-737.
- Refakar, M., & Ravaonorohanta, N. (2020). The effectiveness of governance mechanisms in emerging markets: A review. *Corporate Ownership & Control*, 17(3), 8-26
- Romdhane, M. (2015). Impact de la structure de propriété et de la gouvernance sur la structure du capital des entreprises Tunisiennes. *Recherches en Sciences de Gestion*, 108, 113-132. <https://doi.org/10.3917/resg.108.0113>
- Ross, S. A. (1977). The capital asset pricing model (CAPM), short-sale restrictions and related issues. *The Journal of Finance*, 32(1), 177-183.
- Ryan, B. (2002). *Research methods and methodology in finance and accounting*. Cengage Learning EMEA.
- Sacconi, L., Blair, M., & Freeman, R. E. (2010). *Corporate social responsibility and corporate governance: The contribution of economic theory and related disciplines*. Springer.

- Sadqi, Oumaima; Berbou, Houcine. Les pratiques de gouvernance dans les sociétés marocaines cotées : état des lieux et comparaison internationale. *Revue d'Etudes en Management et Finance d'Organisation*, [S.l.], v. 5, n. 2
- Sandelowski, M. (1995). Sample size in qualitative research. *Research in nursing & health*, 18(2), 179-183.
- Sbai, H., & Meghouar, H. (2017). L'impact des mécanismes de gouvernance sur la performance des banques marocaines. *Question (s) de management*, (3), 173-187.
- Sbai, H., & Meghouar, H. (2017). L'impact des mécanismes de gouvernance sur la performance des banques marocaines. *Question (s) de management*, (3), 173-187.
- Scharfstein, David S, and Jeremy C Stein. 1990. "Herd Behavior and Investment." *American Economic Review* 80 (Jun.): 465-479.
- Schulze, W. S., & Kellermanns, F. W. (2015). Reifying socioemotional wealth. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(3), 447-459.
- Schumpeter, J. A., & Fain, G. (1951). *Capitalisme, socialisme et démocratie* (pp. 168-193). Paris: Payot.
- Schwandt, T. A. (1994). Constructivist, interpretivist approaches to human inquiry. *Handbook of qualitative research*, 1(1994), 118-137.
- Schwartz, S. H. (1999). A theory of cultural values and some implications for work. *Applied psychology*, 48(1), 23-47.
- Sebillotte, S. (1991). Décrire des tâches selon les objectifs des opérateurs, de l'interview à la formalisation. *Le travail humain*, 193-223.
- Sewpersadh, N. S. (2019). A theoretical and econometric evaluation of corporate governance and capital structure in JSE-listed companies. *Corporate Governance: The international journal of business in society*.
- Shahzad, K., Ali, T., Kohtamäki, M., & Takala, J. (2020). Enabling roles of relationship governance mechanisms in the choice of inter-firm conflict resolution strategies. *Journal of Business & Industrial Marketing*.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of financial economics*, 25(1), 123-139.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Shoaib, K., & Yasushi, S. (2015). Capital structure and managerial ownership: Evidence from Pakistan. *Business and Economic Horizons (BEH)*, 11(1232-2016-101199), 131-142.
- Silverman, D. (Ed.). (2020). *Qualitative research*. sage.
- Singh, V., Terjesen, S., & Vinnicombe, S. (2008). Newly appointed directors in the boardroom: *European Management Journal*, 26(1), 48-58.
- Sisli-Ciamarra, E. (2012). Monitoring by affiliated bankers on board of directors: Evidence from corporate financing outcomes. *Financial Management*, 41(3), 665-702.
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American economic review*, 71(3), 393-410.
- Sun, J., Ding, L., Guo, J. M., & Li, Y. (2016). Ownership, capital structure and financing decision: Evidence from the UK. *The British Accounting Review*, 48, 448-463.
- Svejnar, J., & Kočenda, E. (2002). The effects of ownership forms and concentration on firm performance after large-scale privatization. Available at SSRN 314480.
- Swanson, Z., Srinidhi, B. N., & Seetharaman, A. (2003). The capital structure paradigm: evolution of debt/equity choices. Greenwood Publishing Group.

- Tabachnick, B.G. and Fidell, L.S. (2006) Using multivariate statistics. 5th Edition, Allyn and Bacon, Boston.
- ȚAGA, L. A. (2017). An agency theory approach on Romanian listed companies' capital structure. *Theoretical & Applied Economics*, 24(3).
- TAJER, A., OUBERKA, B., & RIGAR, S. M. (2021). Structure de l'actionnariat et performance financière des entreprises marocaines cotées en bourse. *Revue Française d'Economie et de Gestion*, 2(8).
- Tamimi, A., & Al-Fayoumi, N. (2011). The influence of foreign ownership on capital structure of non-financial firms: Evidence from Amman Stock Exchange. *University of Jordan*, 12(3), 87-106.
- Tanui, P. J., Yegon, J. C., & Bonuke, R. (2019). Effect of ownership structure on corporate diversification of listed firms in Kenya: The moderating role of capital structure. *SEISENSE Journal of Management*, 2(5), 29-46.
- Tarrade, H. (2012). *Cross-Border Venture Capital Investments: Why Do Venture Capital Firms Invest at a Distance?*. Springer Science & Business Media.
- Tarus, D. K., & Ayabei, E. (2016). Board composition and capital structure: evidence from Kenya. *Management Research Review*.
- THAKOLWIROJ, C., & Sithipolvanichgul, J. (2021). Board characteristics and capital structure: evidence from Thai listed companies. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 8(2), 861-872.
- Thiétart, R. A. coll.(Eds.).(2003). *Méthodes de recherche en management*, 2.
- TOé Mamadou, « Diversité du genre et gouvernance des entreprises. Les déterminants endogènes », *Revue française de gestion*, 2014/1 (N° 238), p. 153-178.
- Toé, M., & Bationo, R. (2019). Réaction du marché financier à la nomination de femmes au conseil d'administration: Cas de la France. *Revue des Sciences de Gestion*, (295).
- Tran, T. B. C., & Sidlauskiene, S. (2009). Determinants of Capital Structure: Evidence from the Emerging Market—the case of the Baltic Region.
- Trébucq, S., & d'Arcimoles, C. H. (2004). The effects of ESOPs on performance and risk: Evidence from France. *Corporate Ownership and Control*, 1(4), 81-93.
- Uddin, M.N. & Hosen, M. (2019). La Gouvernance d'entreprise influence-t-elle l'effet de levier structure au Bangladesh? *International Journal of Financial Studies*
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of financial economics*, 53(1), 113-142.
- Véronique Bessière, 2007. "Excès de confiance des dirigeants et décisions financières:une synthèse," *Revue Finance Contrôle Stratégie*, revues.org, vol. 10(1), pages 39-66, March.
- Vijayakumaran, S., & Vijayakumaran, R. (2019). Corporate governance and capital structure decisions: Evidence from Chinese listed companies. *Vijayakumaran, R., & Vijayakumaran, S.(2019). Corporate governance and capital structure decisions: Evidence from Chinese listed companies. Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 6(3), 67-79.
- Vilasuso, J., & Minkler, A. (2001). Agency costs, asset specificity, and the capital structure of the firm. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 44(1), 55-69.
- Wacheux, F. (2005). Compréhension, explication et action du chercheur dans une situation sociale complexe. *Management des ressources humaines: méthodes de recherche en sciences humaines et sociales*, 9-30.
- Wanda, R., & Fomo, G. A. K. (2020). Caractéristiques du conseil d'administration et disparité de performance entre les grandes entreprises au Cameroun. *Recherches en Sciences de Gestion*, (5), 67-94.

- Warren, R. (2003). Corporate governance for competitive advantage in SMEs. University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship.
- WEBER Max, L'éthique protestante et l'esprit du capitalisme, suivi d'autres essais, traduction GROSSEIN J.-P., Paris : GALLIMARD, 2003 (coll. « Bibliothèque des sciences humaines »)
- Weinstein, O. (2010). Pouvoir, finance et connaissance: les transformations de l'entreprise capitaliste entre XXe et XXIe siècle. Paris: La découverte.
- Wen, Y., Rwegasira, K., & Bilderbeek, J. (2002). Corporate governance and capital structure decisions of the Chinese listed firms. *Corporate Governance: An International Review*, 10(2), 75-83.
- Wernerfelt, B. (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 5(2), 171-180
- Williamson, O. E. (1988). Corporate Finance and Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 43(3), 567-591.
- Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of financial economics*, 105(3), 581-606.
- Yaakoubi, A., & Riahi, O. (2007). Les déterminants de la structure du capital des firmes: Revue de la littérature théorique.
- Yim, S. (2013). The acquisitiveness of youth: CEO age and acquisition behavior. *Journal of financial economics*, 108(1), 250-273.
- Zaid, M. A., Abuhijleh, S. T., & Pucheta-Martínez, M. C. (2020). Ownership structure, stakeholder engagement, and corporate social responsibility policies: The moderating effect of board independence. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(3), 1344-1360.
- Zéghal, D. M., Chtourou, S., & Fourati, Y. M. (2006, May). Impact de la structure de propriété et de l'endettement sur les caractéristiques du conseil d'administration: étude empirique dans le contexte d'un pays émergent. In *COMPTABILITE, CONTROLE, AUDIT ET INSTITUTION (S)* (pp. CD-Rom).
- Ziadi, N., Zouaoui, H., & Rhouma, M. (2017). L'impact du conseil d'administration et des attributs du PDG et du PCA sur la performance financière des entreprises françaises «CAC 40». *Journal of Academic Finance*, 8(2).
- Zou, H., & Xiao, J. Z. (2006). The financing behaviour of listed Chinese firms. *The British Accounting Review*, 38(3), 239-258.

Table des matières

Remerciement.....	2
Résumé.....	3
Abstract	5
Liste des acronymes	6
Sommaire	7
Introduction générale.....	9
Chapitre 1 : Fondements théoriques et conceptuels	20
Introduction du premier chapitre.....	21
Section 1 : Concept et définition de la gouvernance d'entreprise et ses mécanismes	23
1.1 Gouvernance d'entreprises : Un concept et plusieurs définitions	25
1.2 Eclairage historique du concept de gouvernance d'entreprise	28
1.2.1 Du moyen âge à l'époque contemporain.....	28
1.2.2 Finalités et formes de la gouvernance d'entreprise : Quinze ans de réflexions.....	29
1.2.3 Gouvernance d'entreprise : Une nouvelle ère.....	31
1.3 Les mécanismes de gouvernance d'entreprise	32
1.3.1 Qualité des mécanismes de gouvernance.....	33
1.3.2 Qualité de la gouvernance de l'entreprise et structure du capital	33
1.4 Modèles organisationnels de la gouvernance d'entreprise	35
1.4.1 Modèle extérieur	35
1.4.2 Modèle intérieur.....	36
Conclusion de la section.....	38
Section 2 : Structure du capital : Entre décisions et déterminants	39
2.1 Structure du capital : Distinction des dettes et des capitaux propres.....	41

2.1.1	Définitions comptables et fiscales pour la distinction des dettes et des capitaux propres	41
2.1.2	Fonds propres et dettes : une distinction qui reflète des différences de nature.....	42
2.2	Politique de financement dans les théories contractuelles.....	43
2.2.1	Structure du capital : Selon Modigliani et Miller	44
2.2.1.1	Hypothèses du modèle Modigliani et Miller	44
2.2.1.2	Arbitrage entre les avantages fiscaux et le risque de la faillite.....	45
2.2.1.3	Critiques du modèle de Modigliani et Miller.....	47
2.2.1.4	Introduction des facteurs de compensation.....	47
2.2.2	Théorie de l'agence et perspective de conflits.....	49
2.2.2.1	Coût d'agence	51
2.2.3	Asymétrie d'information et conflits d'intérêts	53
2.2.3.1	Mode de financement : Origine de conflit entre les partenaires	53
2.2.3.2	Structure du capital : Un arbitrage entre les différents modes de conflits	55
2.2.4	Financement hiérarchique : Selon de Myers et Majluf.....	56
2.2.5	Théorie de signal : Proportion de la dette et participation des dirigeants	58
2.2.5.1	Participation des dirigeants au capital.....	59
2.2.5.2	Financement par endettement	59
2.2.5.3	Moyens de financement comme outils de gouvernance d'entreprise	60
2.2.6	Conjoncture du marché : un déterminant de la structure du capital.....	60
	Conclusion de la section.....	62
	Section 3 : Gouvernance d'entreprise et structure du capital : Enseignements théoriques	64
3.1	Dimension disciplinaire de la gouvernance d'entreprise : principaux courants théoriques	66
3.1.1	Théorie des parties prenantes.....	66
3.1.1.1	Théorie des parties prenantes et gouvernance d'entreprise	66
3.1.1.2	Théorie des parties prenantes : Modèle de Mitchell	67
3.1.2	Théorie de l'intendance	69
3.1.2.1	Apport de la théorie de l'intendance.....	69
3.1.2.2	Limites de la théorie de l'intendance	71
3.1.3	Théorie institutionnelle	72
3.1.4	Théorie des dépendances des ressources	73
3.1.4.1	Rôle du conseil d'administration selon la théorie de la dépendance des ressources ...	74

3.1.4.2	Types de ressources et facteurs déterminants	75
3.1.5	Approche disciplinaire du conseil d'administration	76
3.2	La dimension comportementale de la gouvernance de l'entreprise et caractéristiques des dirigeants	78
3.2.1	Enracinement des dirigeants	78
3.2.2	Cohérence comportementale des dirigeants.....	79
3.2.3	Culture du dirigeant	80
3.2.3.1	Masculinité et féminité	80
3.2.3.2	Evitement de l'incertitude.....	81
3.2.4	Modèle d'apprentissage du marché contre théorie de la signalisation managériale.....	81
	Conclusion section	84
	Conclusion du premier chapitre	85
	Chapitre 2 : Développement théorique et formulation des hypothèses.....	87
	Introduction du deuxième chapitre.....	88
	Section 1 : Caractéristiques des PDG et structure du capital : Revue de littérature et développement des hypothèses	90
1.1	Effet de la séparation entre la présidence du conseil et la direction générale (dualité) et structure du capital.....	91
1.1.1	Effet de la séparation entre la présidence du conseil et la direction générale et structure du capital : Revue de littérature.....	91
1.1.2	Effet de la séparation entre la présidence du conseil et la direction générale et structure du capital : Développement d'hypothèse.....	92
1.2	Age du PDG et structure du capital	95
1.2.1	Age du PDG et structure du capital : Revue de littérature.....	95
1.2.2	Age du PDG et structure du capital : Développement des hypothèse	96
1.3	Durée du mandat du PDG et structure du capital	98
1.3.1	Durée de mandat du PDG et structure du capital : Revue de littérature	98
1.3.2	Durée de mandat du PDG et structure du capital : Développement d'hypothèse.....	100
1.4	Nationalité du PDG et structure du capital	102
1.4.1	Nationalité du PDG et structure du capital : Revue de littérature.....	103
1.4.2	Nationalité du PDG et structure du capital : Développement d'hypothèse	104
	Conclusion de la section.....	107
	Section 2 : Composition du conseil d'administration et structure du capital : Revue de littérature et hypothèses	109

2.1	Diversité du genre et structure du capital	111
2.1.1	Diversité du genre et structure du capital : Revue de littérature.....	111
2.1.2	Diversité du genre et structure du capital : Développement d’hypothèse.....	113
2.2	Taille du conseil d'administration et structure du capital	116
2.2.1	Taille du conseil d’administration et structure du capital : Revue de littérature	116
2.2.2	Taille du conseil d’administration structure du capital : Développement d’hypothèse	118
2.3	Administrateurs indépendants et structure du capital.....	121
2.3.1	Administrateur indépendant et structure du capital : Revue de littérature.....	121
2.3.2	Administrateur indépendant et structure du capital : Développement d’hypothèse ..	123
2.4	Fréquence des réunions du conseil d'administration et structure du capital.....	126
2.4.1	Fréquence des réunions du conseil d'administration et structure du capital : Revue de littérature.....	126
2.4.2	Fréquence des réunions du conseil d'administration et structure du capital : Développement d’hypothèse	127
Conclusion de la section.....		130
Section 3 : Structure de propriété et structure du capital : Revue de littérature et développement des hypothèses.....		132
3.1	Concentration de la propriété et structure du capital	134
3.1.1	Concentration de la propriété et structure du capital : Revue de littérature.....	134
3.1.2	Concentration de la propriété et structure du capital : Développement d’hypothèse	135
3.2	Propriété institutionnelle et structure du capital	137
3.2.1	Propriété institutionnelle et structure du capital : Revue de littérature.....	138
3.2.2	Propriété institutionnelle et structure du capital : Développement d’hypothèse	139
3.3	Propriété managériale et structure du capital.....	141
3.3.1	Propriété managériale et structure du capital : Revue de littérature	142
3.3.2	Propriété managériale et structure du capital : Développement d’hypothèse	143
3.4	Propriété étrangère et structure du capital	146
3.4.1	Propriété étrangère et structure du capital : Revue de littérature.....	146
3.4.2	Propriété étrangère et structure du capital : Développement d’hypothèse.....	148
Conclusion de la section.....		151
Conclusion du deuxième chapitre		153
Chapitre 3 : Conception de la recherche, méthodologie et description des données		156
Introduction du troisième chapitre		157

Section 1 : Approche épistémologique, méthodologique et design de la recherche	159
1.1 Paradigmes épistémologiques : Production de la connaissance	160
1.1.1 Épistémologie de la recherche : Justification du positionnement positiviste.....	165
1.2 Mode de raisonnement de la recherche	167
1.2.1 Choix du dispositif méthodologique : Démarche quantitative/qualitative	168
1.3 Design de la recherche.....	171
Conclusion de la section.....	173
Section 2 : Econométrie des données de panel et opérationnalisation des variables	174
2.1 Approche quantitative et économétrie des données de panel	175
2.1.1 Présentation des données de panel.....	175
2.1.1.1 Types de données de panel.....	175
2.1.1.2 Avantages et limites des données de panel	176
2.1.2 Modèles empiriques : Modélisation des données de panel.....	177
2.1.2.1 Le modèle linéaire estimé par la méthode des moindres carrés ordinaire	178
2.1.2.2 Modèle à effets fixes et à variables factices.....	179
2.1.2.3 Modèle à effets aléatoires	181
2.1.3 Choix entre les modèles de panel : Tests de spécification.....	181
2.1.3.1 Test de spécification : Le test du multiplicateur de Lagrange de Breusch-Pagan	182
2.1.3.2 Test de spécification : Le test de Hausman.....	182
2.1.4 Régression linéaire multiple et les problèmes de multicollinéarité et d'endogénéité	184
2.1.5 Modélisation dynamique.....	186
2.2 Opérationnalisation des variables et modèles empiriques	188
2.2.1 Variables dépendantes et indépendantes de l'étude.....	189
2.2.1.1 Variables dépendantes.....	189
2.2.1.2 Variables indépendantes	189
2.2.1.2.1 Mesure des variables relatives aux caractéristiques du PDG.....	189
2.2.1.2.2 Mesure des variables relatives à la composition du conseil d'administration	190
2.2.1.2.3 Mesure des variables relatives à la structure de propriété.....	191
2.2.2 Variables de contrôle	192
2.2.3 Modèles empiriques	195
2.2.3.1 Description du modèle relatif aux caractéristiques du PDG.....	195
2.2.3.2 Description du modèle relatif à la composition du conseil d'administration	195
2.2.3.3 Description du modèle relatif à la structure de propriété.....	196

2.3	Utilité et démarche de la deuxième sous partie empirique.....	196
2.3.1	Techniques de recueil.....	198
	Conclusion de la section.....	200
	Section 3 : Présentation de l'échantillon de recherche.....	201
3.1	Présentation de l'échantillon	203
3.1.1	Période de l'étude	205
3.1.2	Sources de données	205
3.2	Description des données de l'échantillon	206
3.2.1	Description sectorielle	206
3.2.2	Représentativité des compartiments.....	207
3.2.3	Répartition de l'échantillon selon le niveau d'endettement.....	208
3.3	Description de la structure de gouvernance de l'échantillon.....	209
3.3.1	Séparation des fonctions du Président du conseil d'administration et du Directeur Général	209
3.3.2	Présence des administrateurs indépendants	210
3.3.3	Diversité du genre dans les conseils d'administration.....	212
3.3.4	Taille du conseil d'administration	214
3.3.5	Répartition de l'échantillon selon la structure de propriété	215
3.3.6	La répartition de l'échantillon selon la structure de propriété : La propriété institutionnelle	216
	Conclusion de la section.....	217
	Conclusion du troisième chapitre	218
	Chapitre 4 : Présentation et discussion des résultats	219
	Introduction du quatrième chapitre	220
	Section 1 : Analyse univariée et bivariée	222
1.1	Statistique descriptive de l'échantillon.....	224
1.1.1	Caractéristiques du PDG.....	225
1.1.2	Composition du conseil d'administration	226
1.1.3	Structure de propriété.....	228
1.1.4	Identification et traitement des données extrêmes	229
1.2	Analyse bivariée : Matrice de corrélation.....	230
1.2.1	Analyse de corrélation et vérification d'absence de multi-colinéarité.....	231
1.2.1.1	Caractéristiques du PDG.....	231

1.2.1.2	La composition du conseil d'administration.....	233
1.2.1.3	Structure de propriété.....	235
1.2.2	Normalité des variables.....	238
	Conclusion de la section.....	240
	Section 2 : Analyse multivariée et présentation des résultats	242
2.1	Présentation et analyse des résultats de la modélisation linéaire.....	243
2.1.1	Test de spécification et vérification des conditions relatives aux résidus.....	245
2.1.2	Normalité des résidus : test de Skewness et Kurtosis	245
2.1.3	Homoscédasticité des résidus : Analyse par test de Breusch-Pagan.....	246
2.1.4	Evaluation de la qualité globale des modèles	249
2.2	Modèle à effets fixes versus modèle à effet aléatoire.....	250
2.2.1	Caractéristiques du PDG : Présentation et analyse des résultats de la modélisation linéaire	253
2.2.1.1	Age du PDG et structure du capital	253
2.2.1.2	Séparation des fonctions et structure du capital.....	254
2.2.1.3	Durée du mandat du PDG et structure du capital	254
2.2.1.4	Nationalité du PDG et structure du capital	255
2.2.2	Composition du conseil d'administration et structure du capital : Présentation et analyse et des résultats de la modélisation linéaire	255
2.2.2.1	Présence des administrateurs indépendants et structure du capital.....	255
2.2.2.2	Diversité du genre dans le conseil d'administration et structure du capital	256
2.2.2.3	Fréquence de réunions tenues par le conseil d'administration et structure du capital.....	257
2.2.2.4	Taille du conseil d'administration et structure du capital.....	258
2.2.3	Structure de propriété et structure du capital : Présentation et analyse des résultats de la modélisation linéaire.....	258
2.2.3.1	Concentration de propriété et structure du capital	258
2.2.3.2	Propriété étrangère et structure du capital.....	259
2.2.3.3	Propriété managériale et structure du capital	259
2.2.3.4	Propriété institutionnelle et structure du capital	260
2.3	Variables endogènes et approche dynamique.....	260
2.3.1	Méthode d'estimation GMM et modèles dynamiques.....	261
2.3.1.1	Présentation du modèle de régression dynamique	262
2.3.1.2	La validité de l'estimation de la méthode GMM	264

2.3.1.3	Caractéristiques du PDG et structure du capital : Présentation et analyse des résultats de la modélisation dynamique	267
2.3.1.3.1	Age du PDG et structure du capital.....	267
2.3.1.3.2	Séparation des fonctions et structure du capital	268
2.3.1.3.3	Durée du mandat du PDG et structure du capital.....	268
2.3.1.3.4	Nationalité du PDG et structure du capital.....	269
2.3.1.4	Composition du conseil d'administration et structure du capital : Présentation et analyse des résultats de la modélisation dynamique	269
2.3.1.4.1	Présence des administrateurs indépendants et structure du capital	269
2.3.1.4.2	Diversité du genre dans le conseil d'administration et structure du capital	270
2.3.1.4.3	Fréquence des réunions tenues par le conseil d'administration et structure du capital	270
2.3.1.4.4	Taille du conseil d'administration et structure du capital	271
2.3.1.5	Structure de propriété et structure du capital : Présentation et analyse des résultats de la modélisation dynamique	272
2.3.1.5.1	Concentration de propriété et structure du capital	272
2.3.1.5.2	Propriété étrangère et structure du capital.....	272
2.3.1.5.3	Propriété managériale et structure du capital	273
2.3.1.5.4	Propriété institutionnelle et structure du capital.....	273
	Conclusion de la section.....	276
	Section 3 : Approche qualitative complémentaire et discussion des résultats	277
3.1	Discussions des résultats	278
3.1.1	Caractéristiques du PDG et son impact sur la structure du capital	278
3.1.1.1	Age du DG/PDG et structure du capital.....	278
3.1.1.2	Séparation des fonctions et structure du capital.....	279
3.1.1.3	Durée du mandat du PDG et structure du capital	280
3.1.1.4	Nationalité du PDG et structure du capital	282
3.1.2	Composition du conseil d'administration et son impact sur la structure du capital ..	284
3.1.2.1	Présence des administrateurs indépendants et structure du capital.....	284
3.1.2.2	Diversité du genre dans le conseil d'administration et structure du capital	285
3.1.2.3	Fréquence des réunions tenues par le conseil d'administration et structure du capital	286
3.1.2.4	Taille du conseil d'administration et structure du capital.....	287
3.1.3	Structure de propriété et son impact sur la structure du capital	289

3.1.3.1 Concentration de propriété et structure du capital	289
3.1.3.2 Propriété étrangère et structure du capital.....	290
3.1.3.3 Propriété managériale et structure du capital.....	292
3.1.3.4 Propriété institutionnelle et structure du capital	293
Conclusion de la section.....	295
Conclusion du quatrième chapitre.....	296
Conclusion générale	298
Liste des annexes.....	308
Liste des tableaux.....	320
Liste des figures	322
Références bibliographiques	324
Table des matières.....	339

Résumé de la thèse

La gouvernance d'entreprise est fondée sur les principes de confiance des investisseurs et des bailleurs de fonds. Elle requiert la transparence et le contrôle rigoureux. Elle pourrait influencer les décisions stratégiques, notamment celles relatives au financement et à l'investissement. C'est dans ce sens que ce travail de recherche contribue à l'étude du lien entre les mécanismes de gouvernance d'entreprise et la structure du capital en utilisant des données de panel relatives à un échantillon de cinquante-et-un (51) entreprises marocaines cotées en bourse sur la période 2012–2019.

Les recherches approfondies dans ces domaines constituent un point de départ sur lequel s'appuie le cadre de cette recherche. Les variables indépendantes précédemment étudiées seront réexaminées dans le contexte marocain.

La contribution de cette étude est quadruple. Premièrement, l'utilisation d'une modélisation à la fois linéaire et dynamique permet de faire émerger une analyse plus détaillée des déterminants potentiels sur la structure du capital. Deuxièmement, l'utilisation de plusieurs définitions du ratio d'endettement permet d'analyser si la maturité de la dette est un attribut de la problématique de la structure du capital. Troisièmement, l'utilisation de trois mécanismes de gouvernance d'entreprise, y compris la structure du conseil d'administration, les caractéristiques du Président Directeur Général (PDG) et la structure de la propriété, permet d'inclure un plus grand nombre de variables indépendantes dans le débat sur la structure du capital. Enfin, les entretiens effectués avec des responsables financiers nous ont permis de mieux comprendre les résultats.

Ces derniers semblent indiquer que les PDG font preuve d'une différence de niveau de risque entre les niveaux d'endettement à court et à long terme. Conformément à la théorie de l'enracinement, l'étude démontre que plus la durée du mandat du PDG est longue, plus le niveau d'endettement à long terme diminue. Dans le cas de la dualité, les niveaux d'endettement à court terme augmentent, tandis que l'endettement à long terme diminue.

En ce qui concerne les caractéristiques du conseil d'administration, la taille du conseil et le niveau d'indépendance conduisent à une réduction de l'endettement. Le nombre de réunions du conseil d'administration a un impact positif sur les niveaux d'endettement.

Concernant la structure de propriété, nos résultats démontrent que la présence des investisseurs étrangers réduit le niveau de l'endettement dans la structure du capital des entreprises, contrairement à la présence des investisseurs institutionnels et à l'actionnariat managérial. De même, nos résultats démontrent que les firmes sous un niveau élevé de contrôle ont tendance à recourir aux capitaux propres qu'à l'endettement.

Mots clés : Structure du capital, gouvernance d'entreprise, conseil d'administration, structure de propriété, endettement, capitaux propres.